



# El Momento Económico Internacional

Vittorio Corbo  
Centro de Estudios Públicos

12 de Marzo de 2009

## Puntos Destacados

- ✓ Estamos experimentando una de las crisis financieras más profundas y más complejas desde la gran depresión.
- ✓ El efecto combinado de fallas de mercado y de regulación y supervisión, unido a problemas de gestión de riesgos y al alto apalancamiento del sistema financiero generaron una crisis financiera global.
- ✓ La quiebra de Lehman terminó siendo un punto de quiebre.
- ✓ A pesar de las acciones de los bancos centrales y de los gobiernos, la incertidumbre persiste y el apretón crediticio sigue presente.
- ✓ Los efectos en la actividad económica son pronunciados y superan incluso a los pronósticos más pesimistas.

## Puntos Destacados

- ✓ Se crea un peligroso *loop*: deterioro sector financiero- más incertidumbre/restricción crediticia - recesión - más deterioro sector financiero - mayor Incertidumbre/restricción crediticia-más recesión.
- ✓ Como respuesta, las autoridades intensifican las medidas para estabilizar el sistema financiero y estimular la demanda agregada.
- ✓ Sin embargo, mientras no se estabilice el sistema financiero y se reduzca la incertidumbre, el inicio de la recuperación va a ser elusivo.



# 1. La Crisis Financiera y la Economía Real

## Causas de la Crisis y de su Propagación

- ✓ Aunque todavía es muy temprano como para sacar lecciones profundas sobre las causas de esta crisis, algunas de ellas son claras:
  - ✓ **Causa central:** Graves deficiencias en la gestión de riesgos de las grandes instituciones financieras.
  - ✓ La crisis se vio alimentada también por:
    - ✓ Los pronunciados desequilibrios macro resultantes del “saving glut” de Asia emergente y de los países exportadores de petróleo y del exceso de gasto de EE.UU.;
    - ✓ Lo anterior, junto con políticas monetarias expansivas dieron origen a bajas tasas de interés y una búsqueda de retornos;
    - ✓ Políticas públicas que promovieron la expansión del crédito sub-prime sin suficientes consideración de los riesgos;

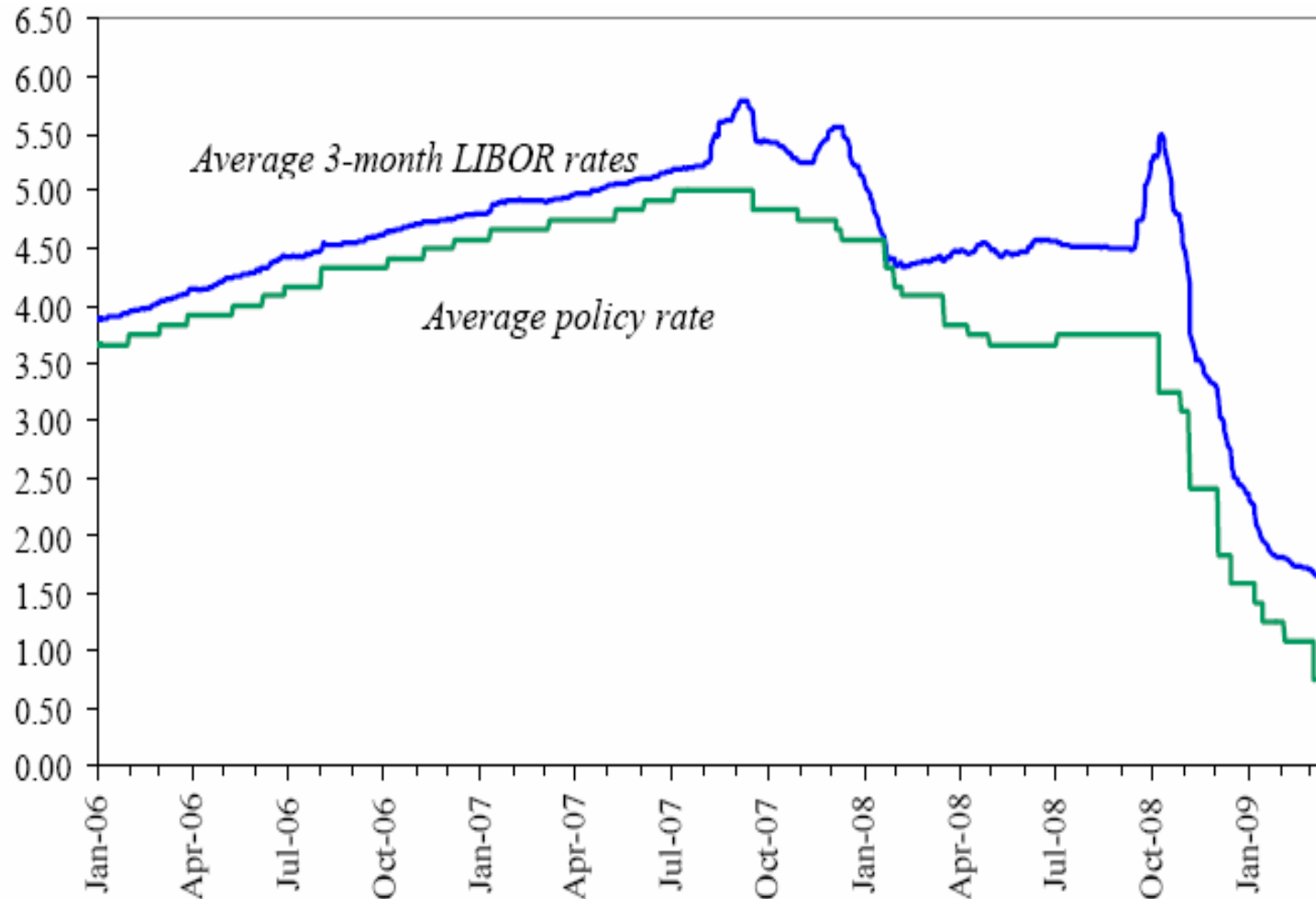
## Causas de la Crisis y de su Propagación

- ✓ Una variedad de problemas de incentivos (agencias clasificadoras de riesgo, modelo de “originar para distribuir” créditos, regulación pro-cíclica, esquemas de remuneración de ejecutivos) que debilitaron la disciplina de mercado;
- ✓ Problemas de transparencia y la existencia de un “sistema bancario sombra” (SIV y conductos financieros) para escapar las regulaciones sobre requerimientos de capital;
- ✓ Reguladores y supervisores que no fueron capaces de dimensionar la concentración de riesgos en instituciones con efectos sistémicos.

## El Progreso de la Crisis Financiera

- ✓ Los mercados de financiamiento de corto plazo han mejorado desde Octubre, con un deterioro en lo más reciente.
- ✓ Sin embargo, los mercados de crédito que ya estaban tensionados sufren nuevos embates y algunas instituciones financieras grandes están bajo mucha presión.
  - ✓ Las pérdidas estimadas de bancos de EE.UU. y Europa por activos malos con origen en EE.UU se estiman ahora en US\$ 2.4 trillones americanos (IMF, GFSR Enero 29, 2009) y los más pesimistas estiman que podrían llegar a US\$ 7 trillones (Roubini).
  - ✓ El Citi, el Bank of America, AIG y bancos internacionales en el Atlántico del Norte enfrentan grandes problemas.

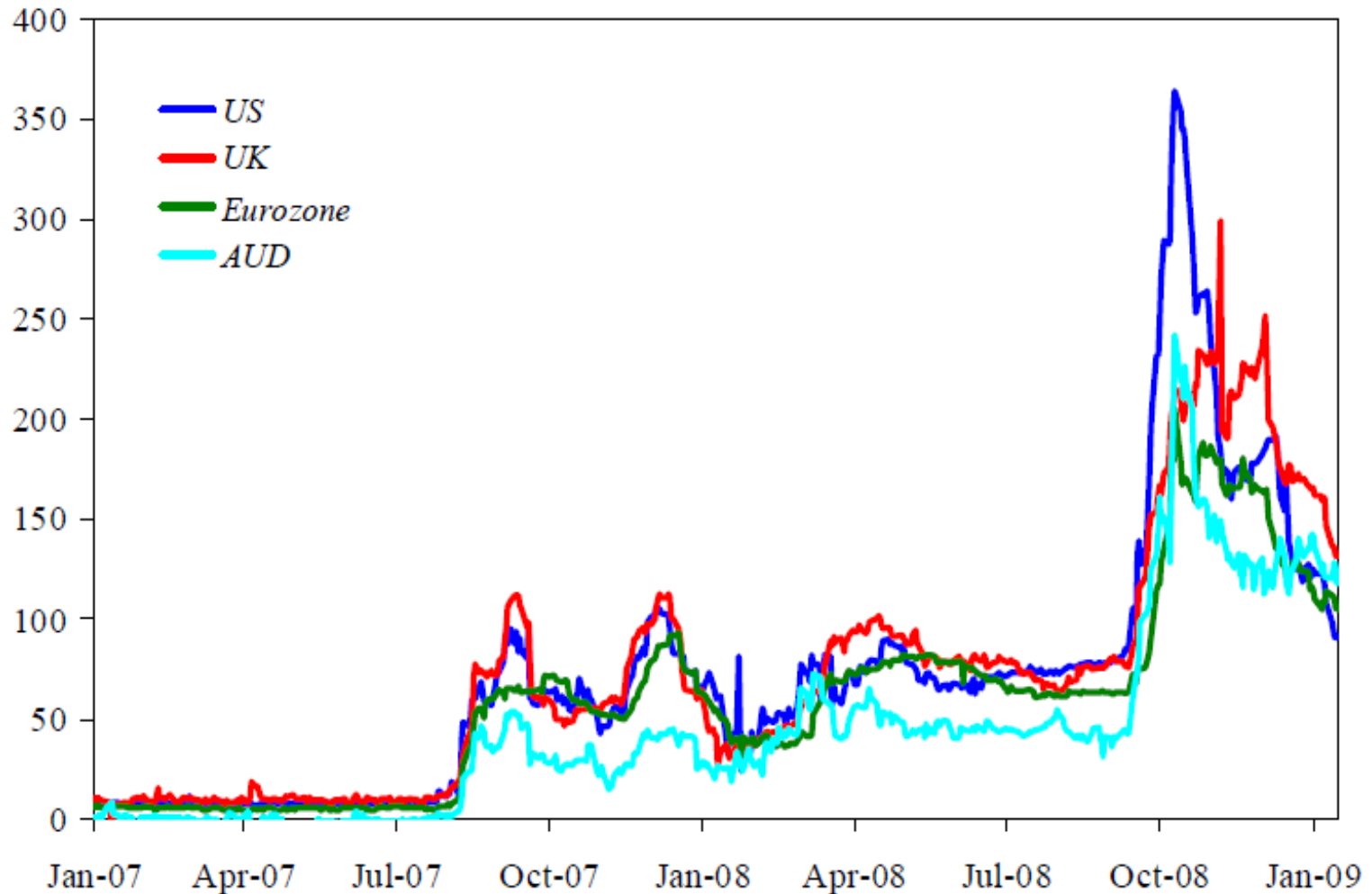
## LIBOR a 3 Meses y Tasa de Política (en %, tasa promedio de Zona Euro, RU y USA)



Fuente: Bloomberg, 10 de marzo, 2009

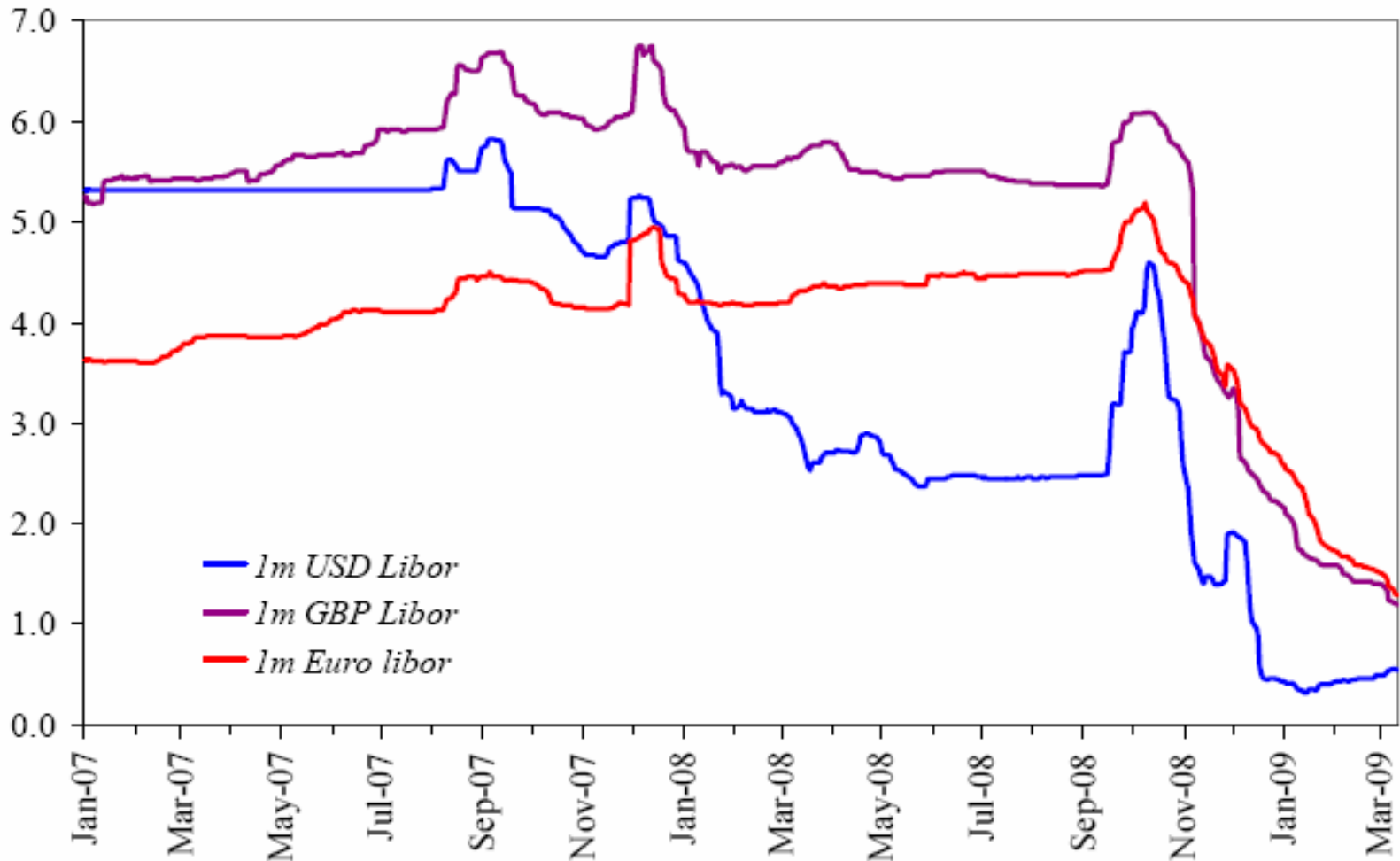


## Spreads entre la LIBOR y las tasas de Overnight Index Swaps (puntos base)



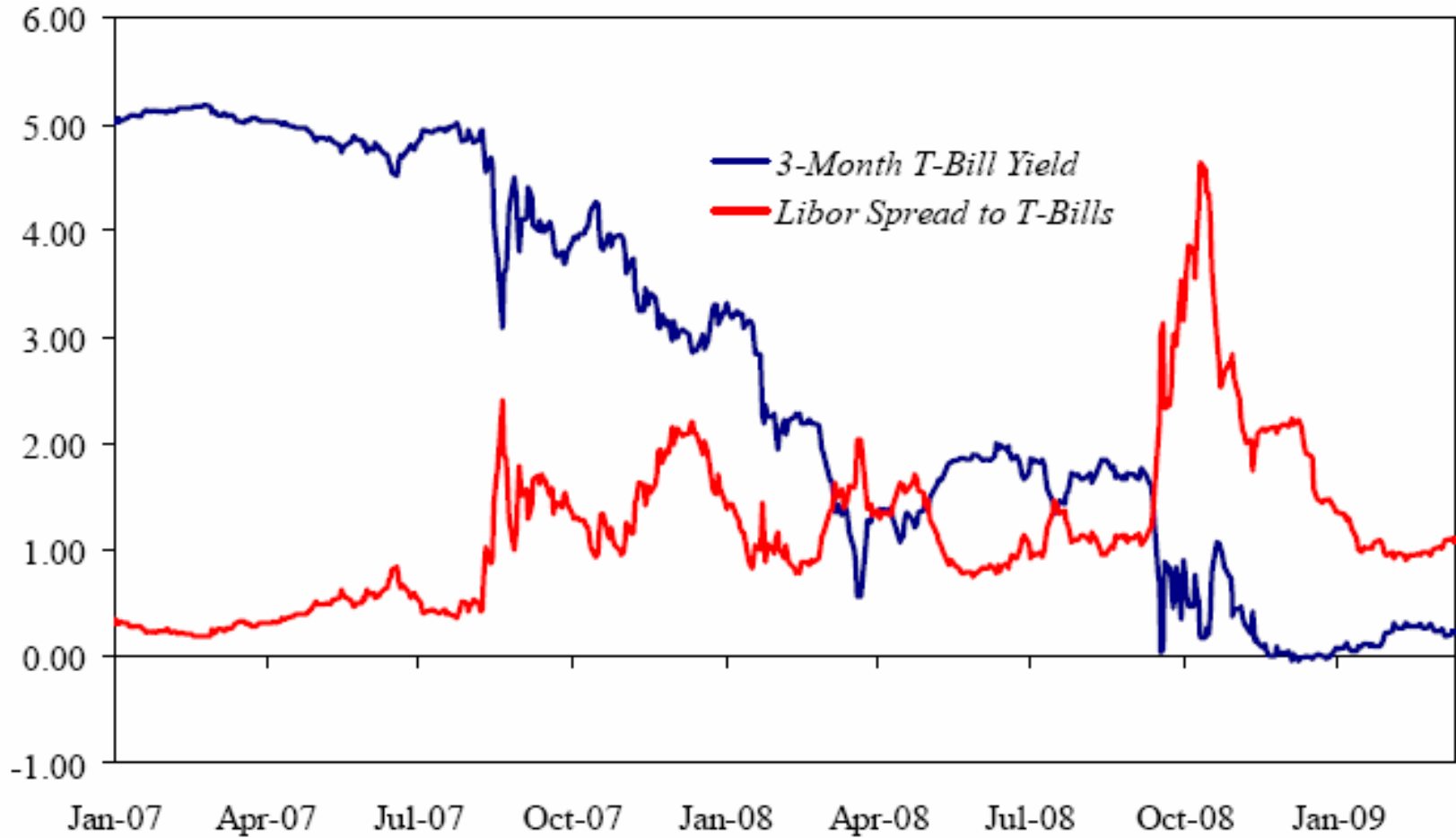
Fuente: Bloomberg, 10 de marzo, 2009

# Tasas Libor a 1 mes (%)



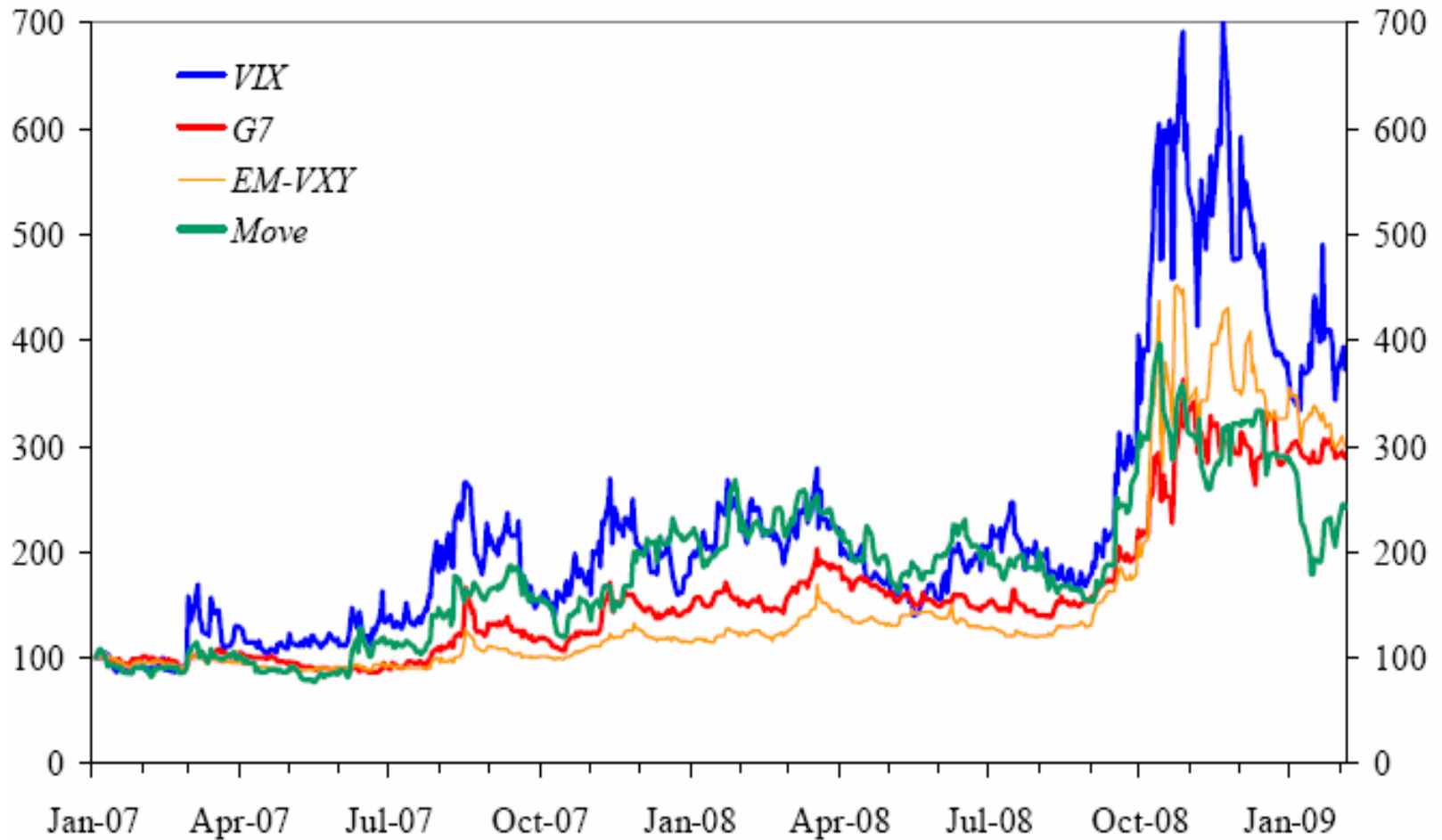
Fuente: Bloomberg, 10 de marzo, 2009

## TED Spread de la Libor a 3-Meses (%)



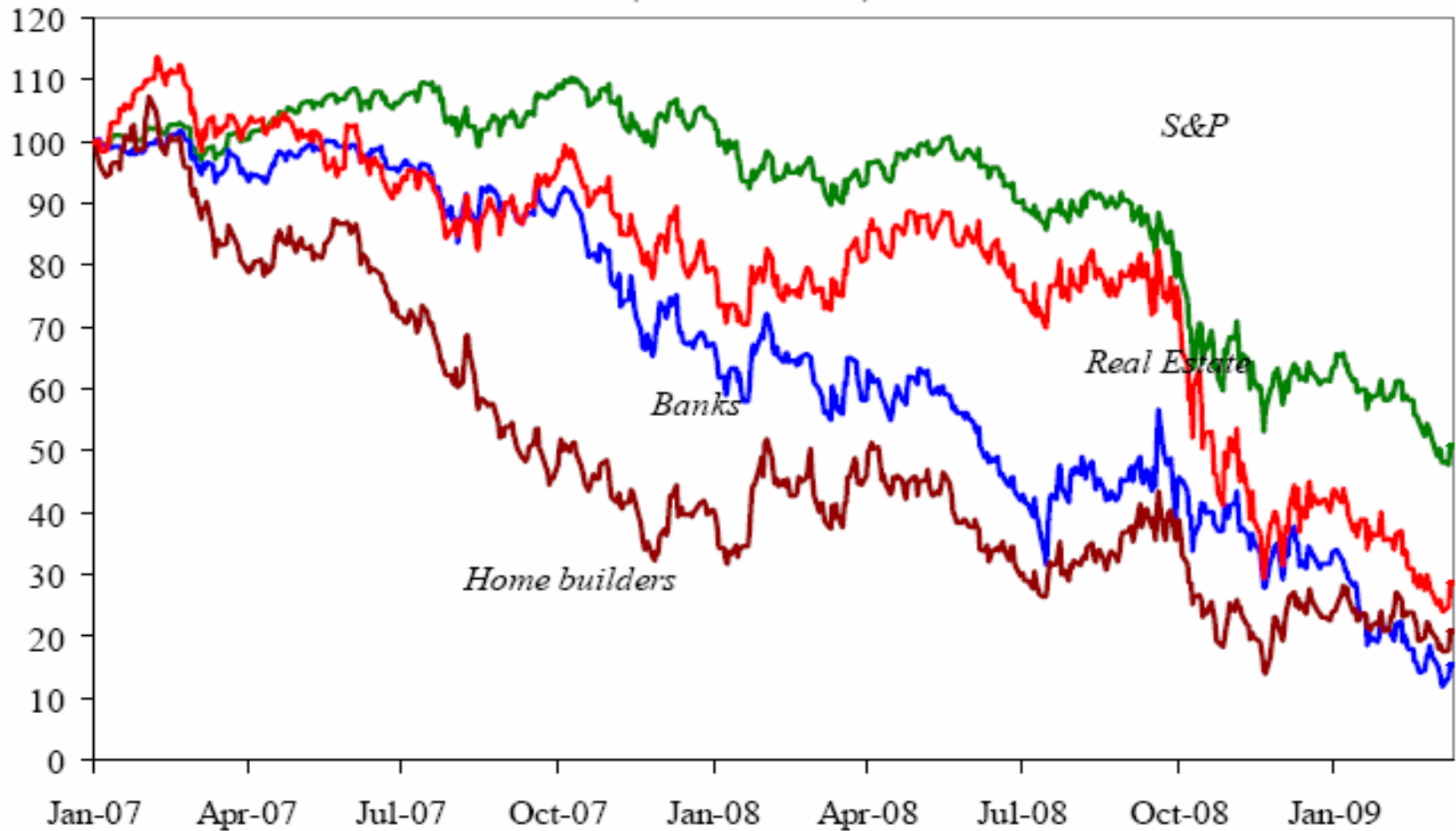
Fuente: Bloomberg, 10 de marzo, 2009

## Índices de volatilidad (Enero 1997=100)



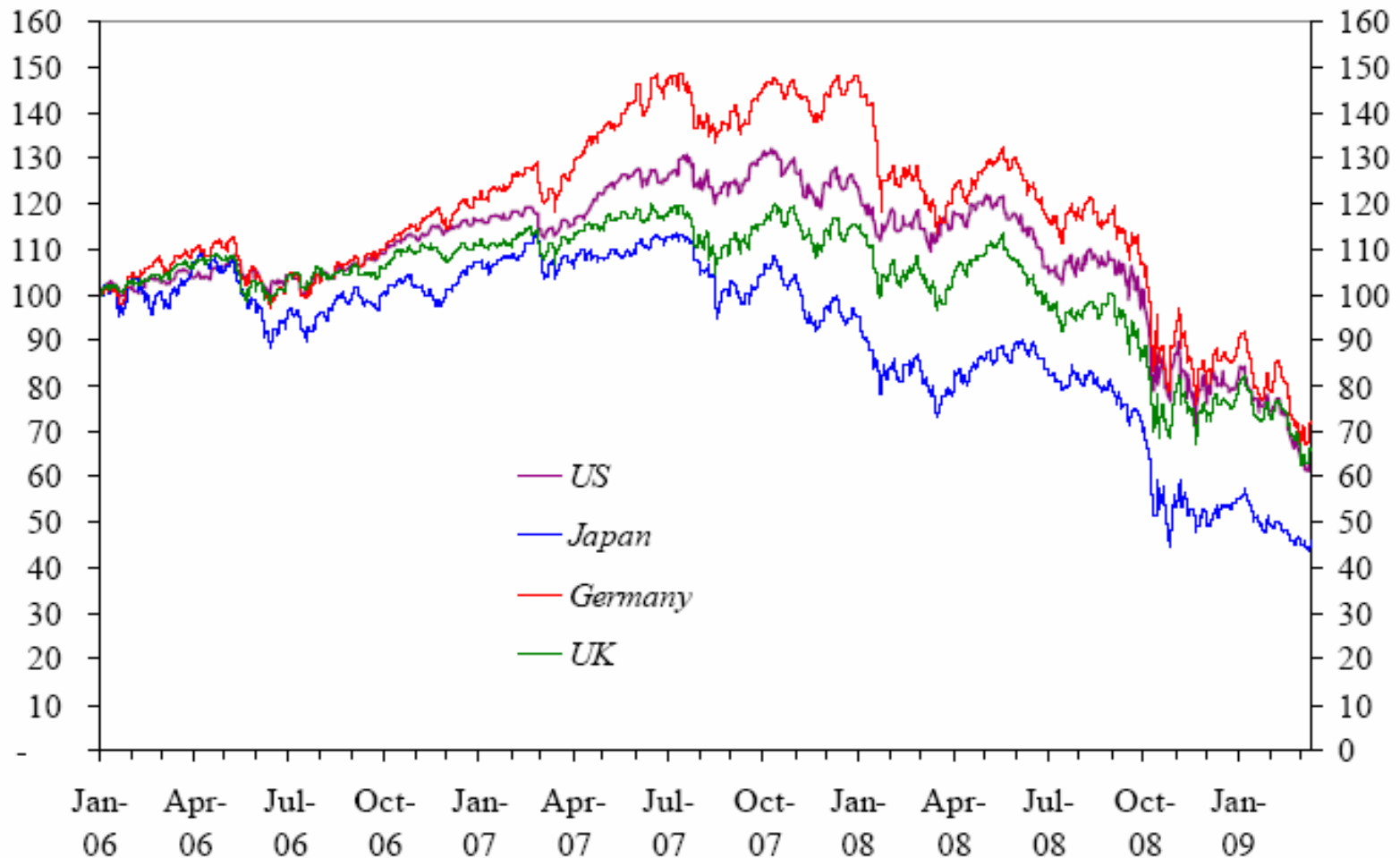
Fuente: Bloomberg, 10 de marzo, 2009

## Mercado Accionario de EE.UU. (1/1/2007=100)



Fuente: Bloomberg, 10 de marzo, 2009

## Mercados Accionarios en Países Industriales (Índices, enero 1, 2006=100)



Fuente: Bloomberg, 10 de marzo, 2009

## Autoridades siguen intentando resolver la crisis, pero sin mucho éxito

- ✓ Las autoridades económicas siguen introduciendo medidas:
  - ✓ En EE.UU. y en Europa las autoridades actúan en mercados de crédito, capitalización de la banca, tratamiento de activos tóxicos, seguros de carteras y renegociación de pasivos de las familias.
    - ✓ No se descarta una nacionalización de los bancos que están al borde de la insolvencia.
    - ✓ La discusión académica sobre lo que habría que hacer es también extensa.
  - ✓ La combinación de una profunda recesión con una respuesta de política lenta e incierta está afectando al sistema financiero y a los mercados de deuda.

## Autoridades siguen intentando resolver la crisis, pero sin mucho éxito

- ✓ El plan anunciado recientemente por el Secretario del Tesoro de EE.UU. incluye cuatro elementos principales:
  - ✓ Un nuevo programa de aporte de capital para asegurar que los bancos grandes (19 bancos) tengan suficiente protección de capital de alta calidad (basado en tests de stress);
  - ✓ Un fondo público-privado para comprar activos tóxicos de los bancos;
  - ✓ Financiamiento adicional para expandir el programa TAFL de la FED, haciéndolo extensivo a valores respaldados por propiedades comerciales y a valores respaldados por otros activos;
  - ✓ Medidas adicionales para ayudar a prevenir “foreclosures” innecesarios de viviendas.



## Otras propuestas

- ✓ Propuestas que se discuten en el mundo académico y político son:
  - ✓ Separar los bancos insolventes en un banco bueno y un banco malo y el bueno capitalizarlo, de ser necesario con recursos públicos (Blinder, Buiter, Stiglitz, Soros, Romer, Hall);
  - ✓ Disminuir el pánico asegurando un precio en el futuro para las acciones bancarias (Caballero);
  - ✓ Nacionalizar ahora a los bancos con problemas (Krugman, Baker, Greenspan, The Economist, Wolf y otros).
- ✓ En la parte de propiedad está claro que el Estado va a terminar siendo propietario de varios bancos grandes.
  - ✓ La discusión ahora es cómo se van a gestionar estos bancos.



## 2. Economía Real Sufre las Consecuencias de la Crisis Financiera

## Economía Mundial se Contrae

- ✓ Como consecuencia de las considerables pérdidas de riqueza, condiciones financieras más restrictivas, el deterioro del mercado laboral y la gran incertidumbre, los principales países industriales están en plena contracción.
  - ✓ A la caída del consumo se le ha agregado una fuerte contracción de la inversión y un alza en el desempleo (en EE.UU sube al 8,1%).
  - ✓ El crecimiento mundial, ponderado a TCM, cayó más del 6% en último trimestre del 2008 (la peor tasa en 40 años). Esta caída supera incluso a los pronósticos más pesimistas.
  - ✓ El Consensus Forecasts proyectaba en Sept. del 2008 un crecimiento mundial del 3% para el 2009 (a TCM), el que redujo a sólo un -1,6% en su última encuesta de Marzo de este año.

## Economía Mundial se Contrae

- ✓ La caída del PIB de los principales países industriales en el cuarto trimestre del 2008 fue espectacular:
  - ✓ El PIB cayó un 6,2% anualizado en EE.UU., un 5,9% anualizado en la Zona Euro (con una caída del 8,2% en Alemania y del 7,5% en Italia) y un 12,3% en Japón.
- ✓ La recesión mundial impacta también a los países emergentes, algunos con caídas aún más espectaculares:
  - ✓ En el cuarto trimestre del 2008 el PIB de Taiwán cayó un 22,5% anualizado, el de Corea del Sur un 20,8%, el de Tailandia un 22,5%, el de Singapur un 16,4% y el de Rusia un 13,5%.
  - ✓ En América Latina las caídas también son grandes, un 10,8% en México, un 13,6% en Brasil y un 8,4% en Argentina.
  - ✓ En China el crecimiento se redujo a sólo un 1,5% anualizado.

## La Inflación cae rápidamente

- ✓ Como contrapartida, la inflación está cediendo abruptamente a nivel mundial, afectada por caída en el precio de la energía y de otros productos primarios y por las crecientes holguras de capacidad.
  - ✓ La caída es especialmente marcada en los países industriales.
- ✓ Por lo anterior, y anticipando incluso mayores holguras hacia delante, los bancos centrales de los países industriales bajan las tasas de política agresivamente.
  - ✓ En EE.UU., con una TPM cercana a cero, la FED usa relajo cuantitativo para reparar el mercado del crédito securitizado.
  - ✓ En el Reino Unido ya alcanza al 0,5% y el BCE la rebaja en forma muy lenta, alcanzando hoy el 1,5%.
    - ✓ Los mercados financieros anticipan recortes adicionales de tasas en la Zona Euro.

## El turno de la política fiscal

- ✓ Dada la fuerza de la contracción económica, se acelera la introducción de políticas expansivas de demanda para amortiguar la caída del PIB.
- ✓ En esta línea, los países industriales complementan la expansión monetaria con programas fiscales.
  - ✓ Entre estos destaca el programa reciente aprobado en EE.UU.
  - ✓ En la Zona Euro aumenta el apoyo político a los programas de estímulo fiscal.
- ✓ Sin embargo, mientras no se estabilice el sistema financiero, la efectividad de la políticas de estímulo a la demanda agregada será reducida y la recuperación será elusiva.



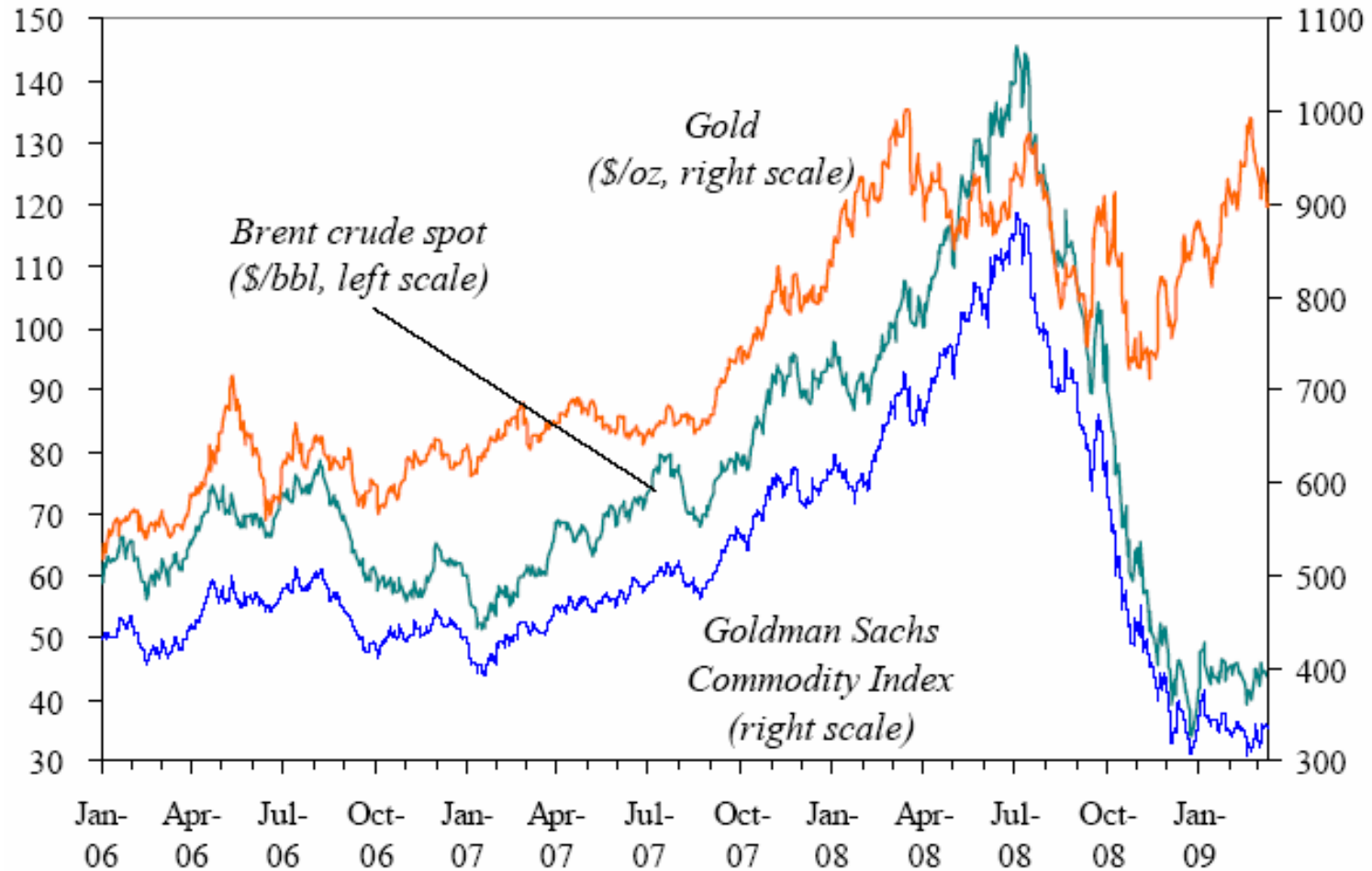
### 3. Contagio a los Países Emergentes se Intensifica

## Contagio se extiende a países emergentes

- ✓ A partir de Julio pasado, el contagio llega a los países emergentes en términos de montos exportados, precios de productos primarios, costos de financiamiento, precios de acciones y presiones cambiarias.
- ✓ Aunque las condiciones financieras se han estabilizado en los últimos dos meses, el impacto de la crisis internacional en su crecimiento se acentúa.

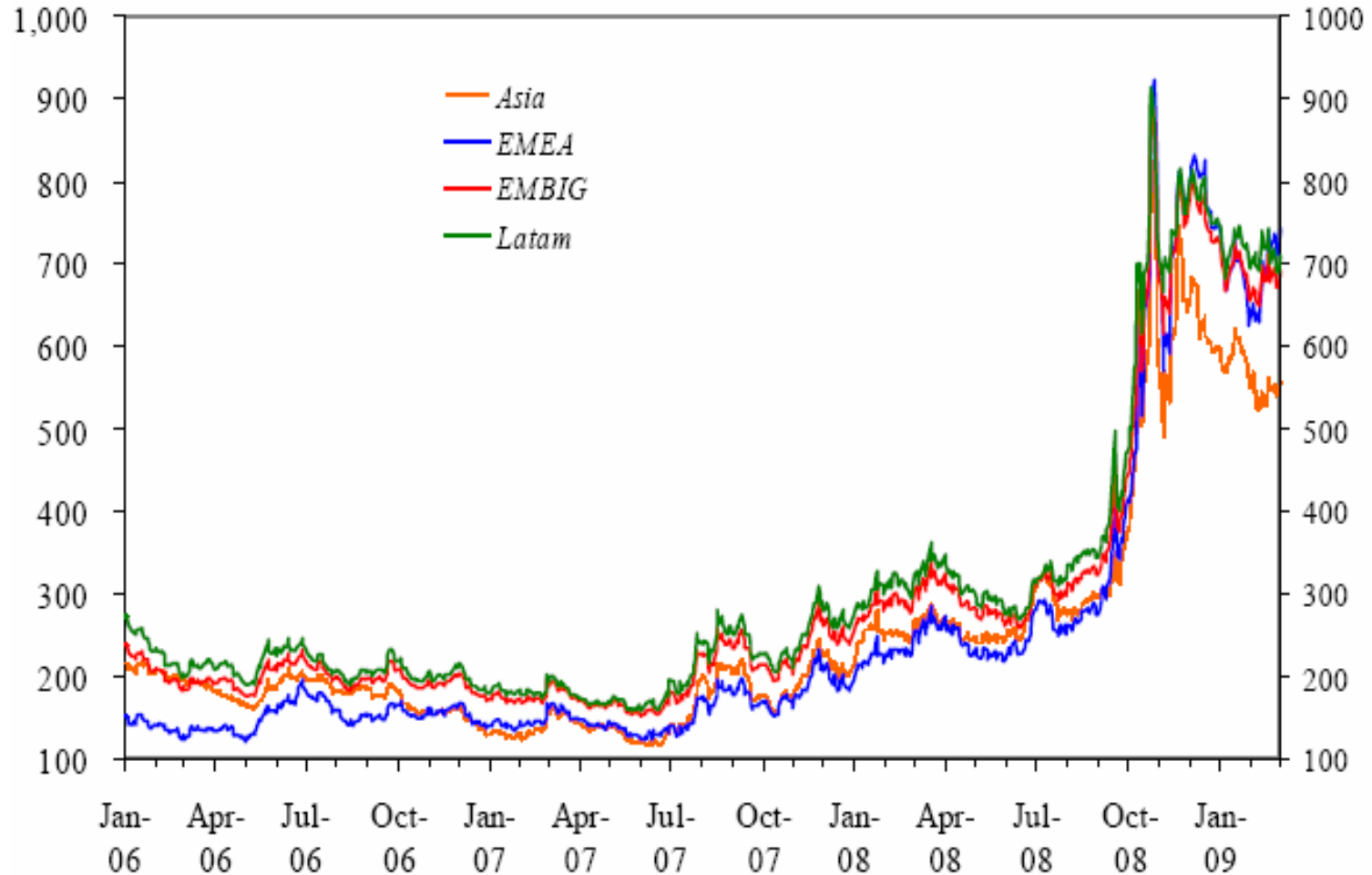


## Precios de Bienes Primarios



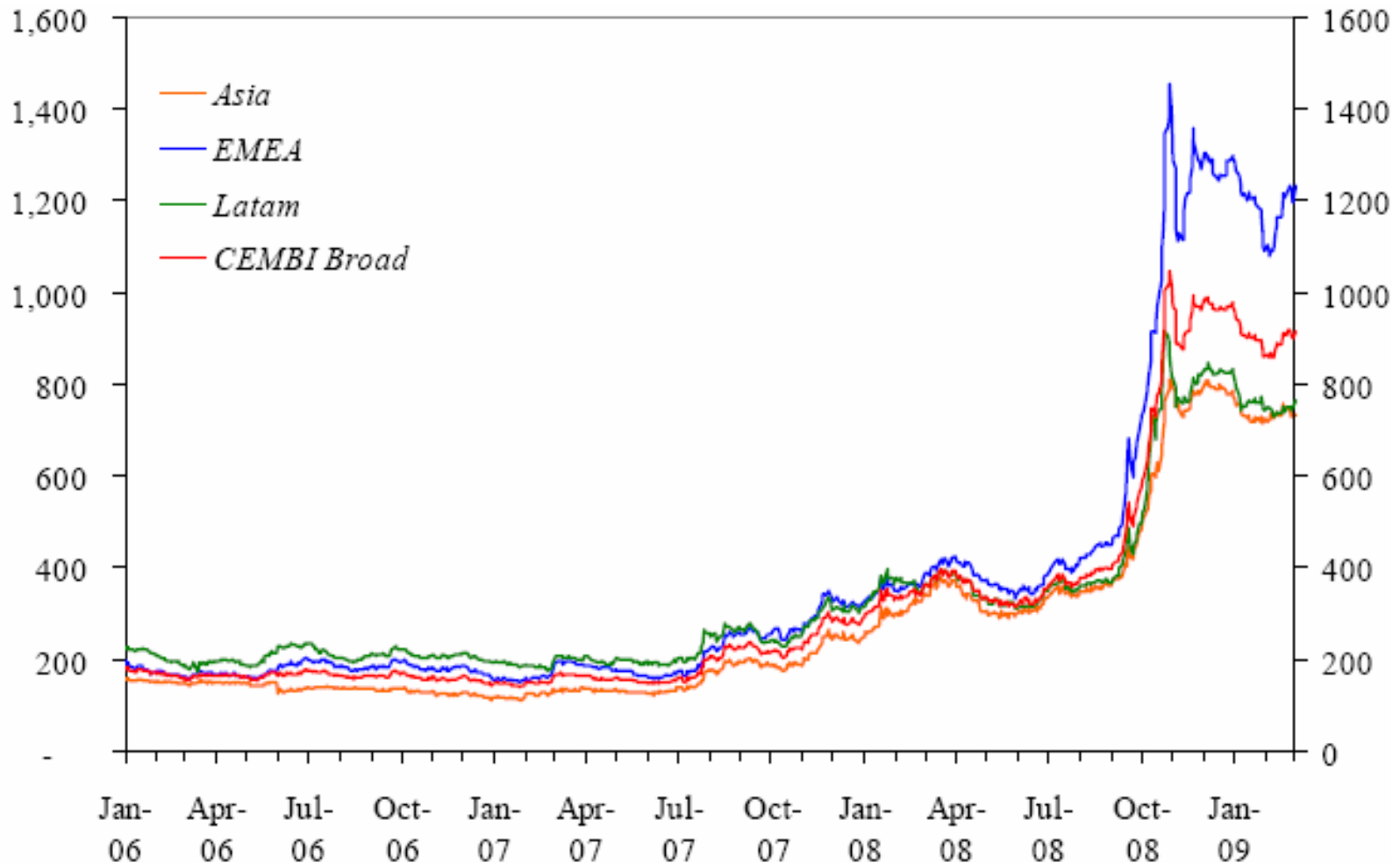
Fuente: Bloomberg, 10 de marzo, 2009

## Mercados Externos de Bonos Públicos de Países Emergentes (puntos bases sobre bonos del Tesoro)



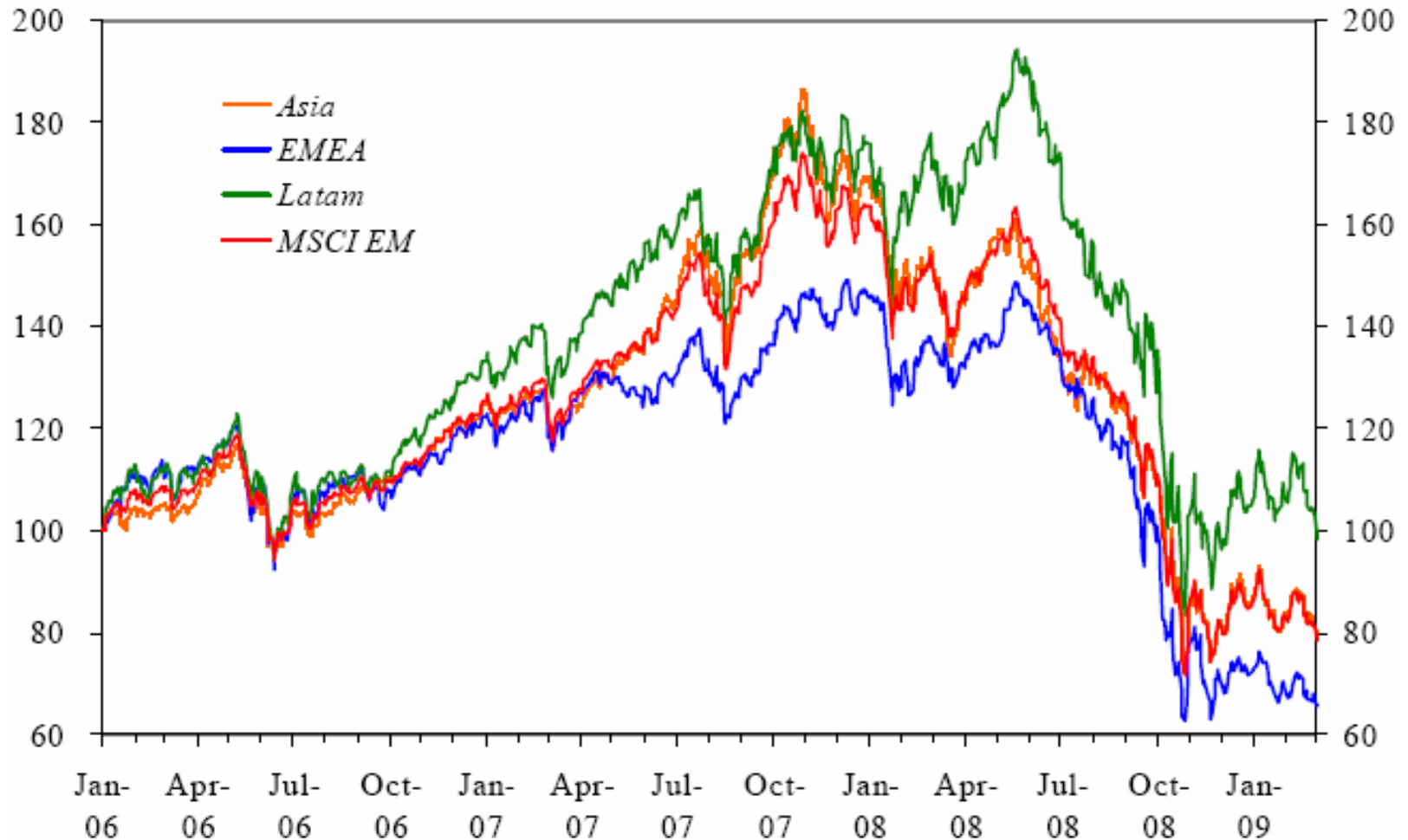
Fuente: Bloomberg, 10 de marzo, 2009

## Mercado de Bonos de Corporaciones de Países Emergentes (puntos bases sobre bonos del Tesoro)



Fuente: Bloomberg, 10 de marzo, 2009

## Mercados Accionarios en Países Emergentes (Índices, Enero 2006=100)

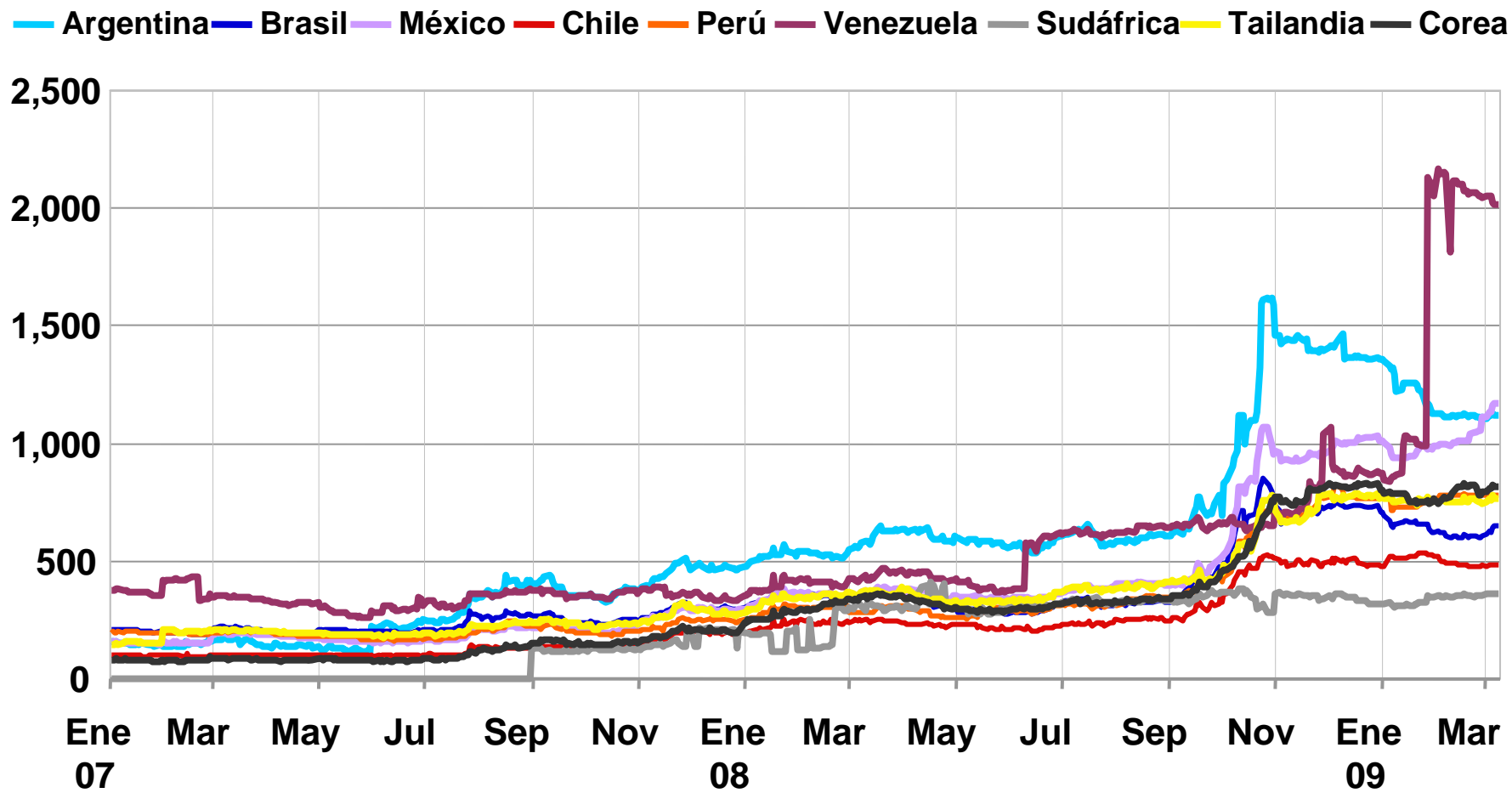


Fuente: Bloomberg, 10 de marzo, 2009

## Crecimiento de los Países Emergentes

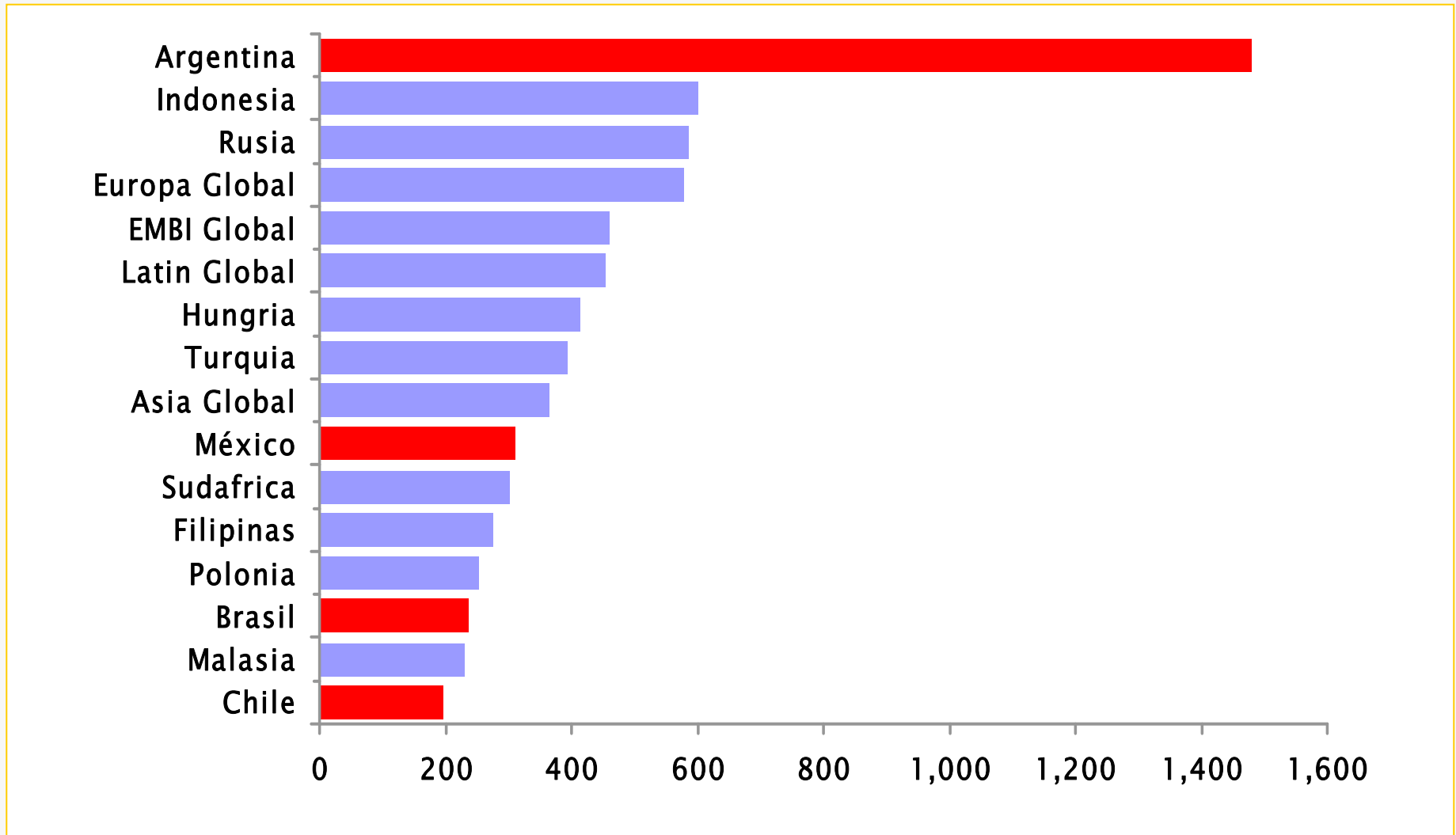
- ✓ Los países más afectados son los que tienen:
  - ✓ marcos de políticas e instituciones macroeconómicas débiles;
  - ✓ sistemas financieros poco capitalizados y pobremente regulados y supervisados;
  - ✓ importantes desequilibrios macros (destacan los países bálticos y los de Europa Central y del Este);
  - ✓ exportaciones concentradas en productos primarios;
  - ✓ importantes renovaciones de deuda externa.

## Premios Corporativos (puntos bases sobre bonos del Tesoro de EE.UU.)

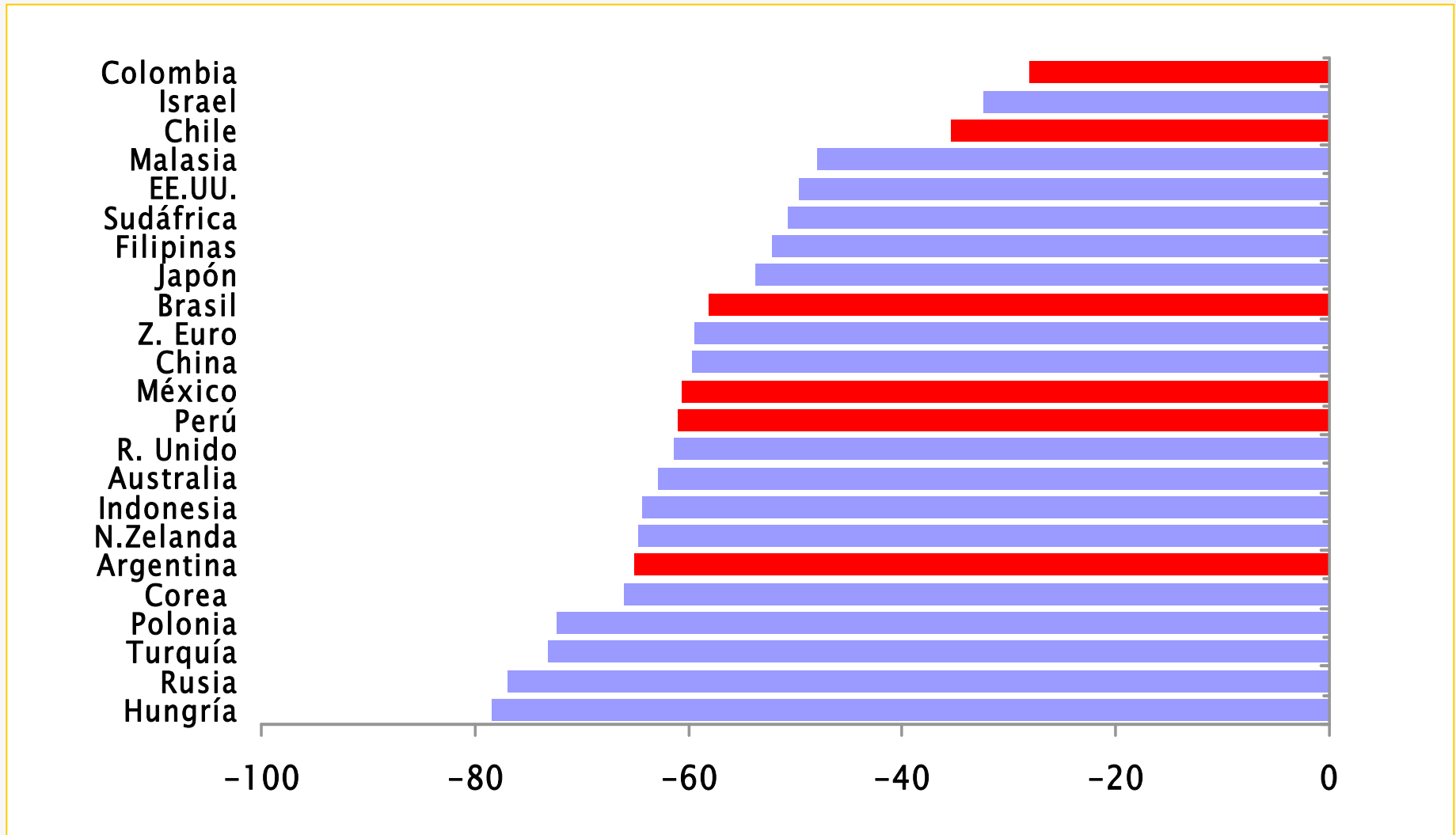


Fuente: Bloomberg, 6 de marzo, 2009.

## Aumento en Riesgo Soberano desde el 2 de enero 2008 (variación de puntos base)

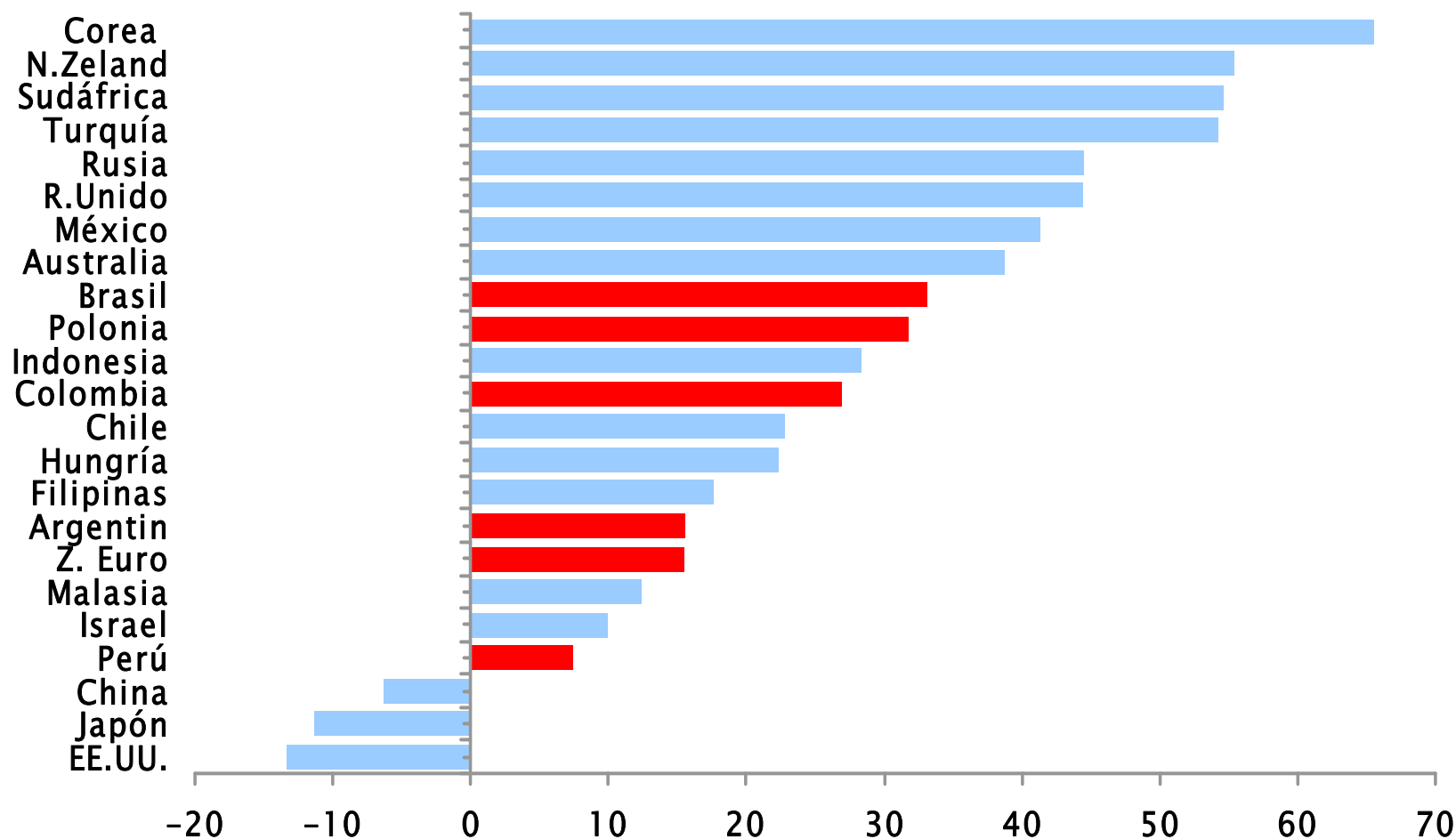


## Variación Índices Accionarios desde el 2 de enero 2008 (% en dólares)



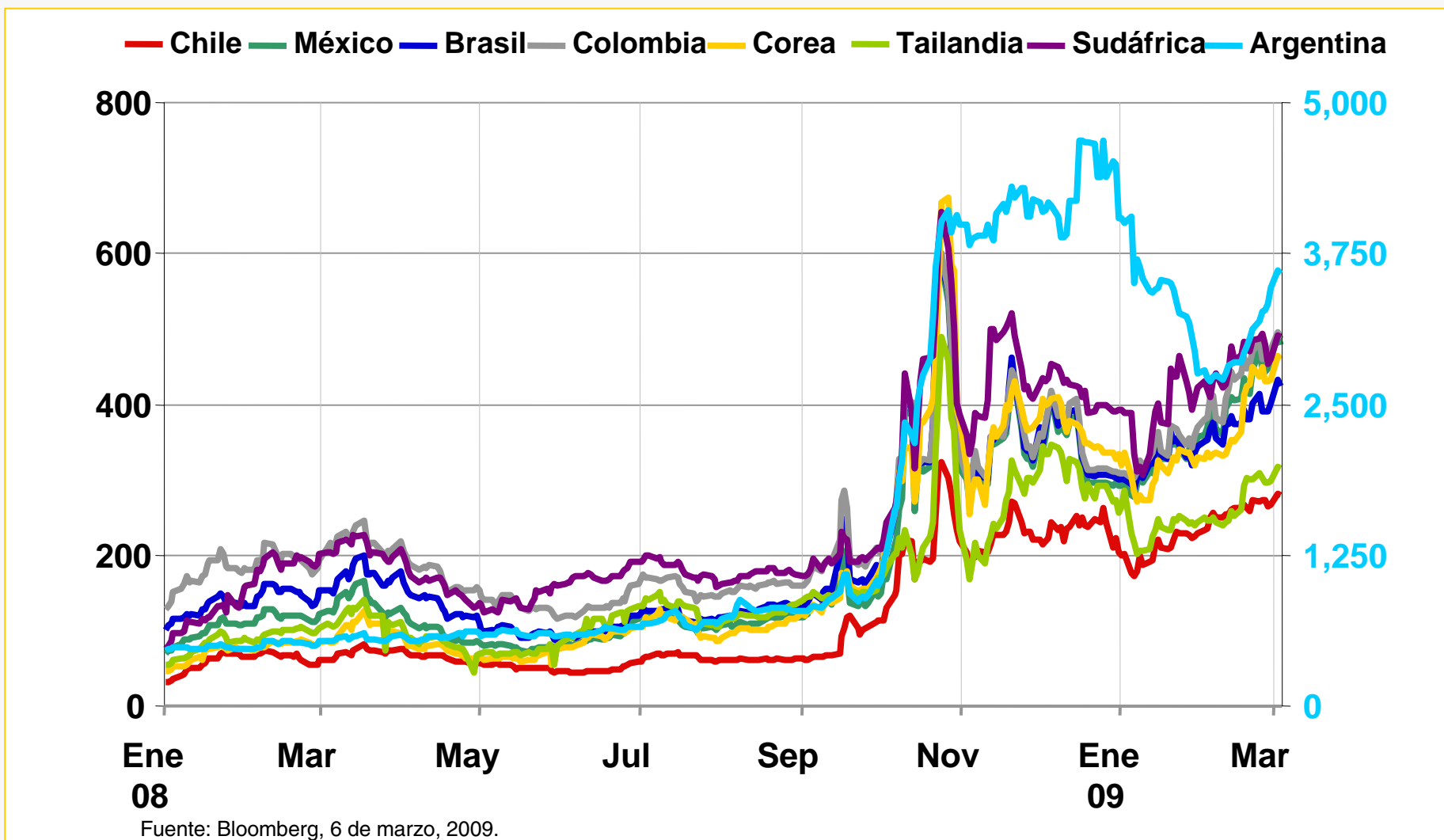


## Depreciación de Monedas desde el 2 de enero 2008 (%)



Nota: Variación positiva implica depreciación. Tipo de cambio corresponde al multilateral nominal para EE.UU. y a moneda local por dólar para los otros países.

# Credit Default Swaps de países emergentes



## Crecimiento de los Países Emergentes

- ✓ China, que ya estaba desacelerándose como resultado de políticas internas más restrictivas, sufrió con fuerza los efectos de la contracción de los países industriales.
  - ✓ Sin embargo, hay algunas señales que con las políticas de estímulo el crecimiento de este trimestre va a ser algo mejor que el del trimestre pasado (PMI y producción de electricidad).
  - ✓ Lo más probable es que intensifique sus políticas expansivas para tratar de evitar crecer menos del 8% al año.
    - ✓ Pero a pesar de estas medidas, su crecimiento estará por debajo del 7%.

## Crecimiento de los Países Emergentes

- ✓ La reorientación del crecimiento chino hacia la economía interna va a ser clave para la recuperación mundial y para tener un crecimiento mundial más balanceado.
- ✓ Frente a esta realidad, países emergentes que han invertido en esquemas de política robustos y creíbles se mueven agresivamente con políticas contra-cíclicas.



## 4. Perspectivas de Crecimiento Mundial

## Recuperación tomará su tiempo

- ✓ Ayudado por menores precios de la energía y de los alimentos y por los efectos de los estabilizadores automáticos el consumo privado global dejó de caer en el 2009.1, pero la inversión sigue cayendo con fuerza.
  - ✓ Como resultado, el PIB mundial del primer trimestre tendrá otra importante caída.
- ✓ Además, una serie de factores van a mantener la debilidad de la economía mundial por la mayor parte del año 2009:
  - ✓ la continuación de los problemas en los mercados de crédito;
  - ✓ la pronunciada caída del empleo;
  - ✓ la cuantiosa pérdida de riqueza bursátil e inmobiliaria (sólo en los EE.UU. más de US\$ 13 trillones y 50 a nivel mundial);
  - ✓ la falta de confianza y la gran incertidumbre de consumidores y empresarios.

## Recuperación queda para el 2010

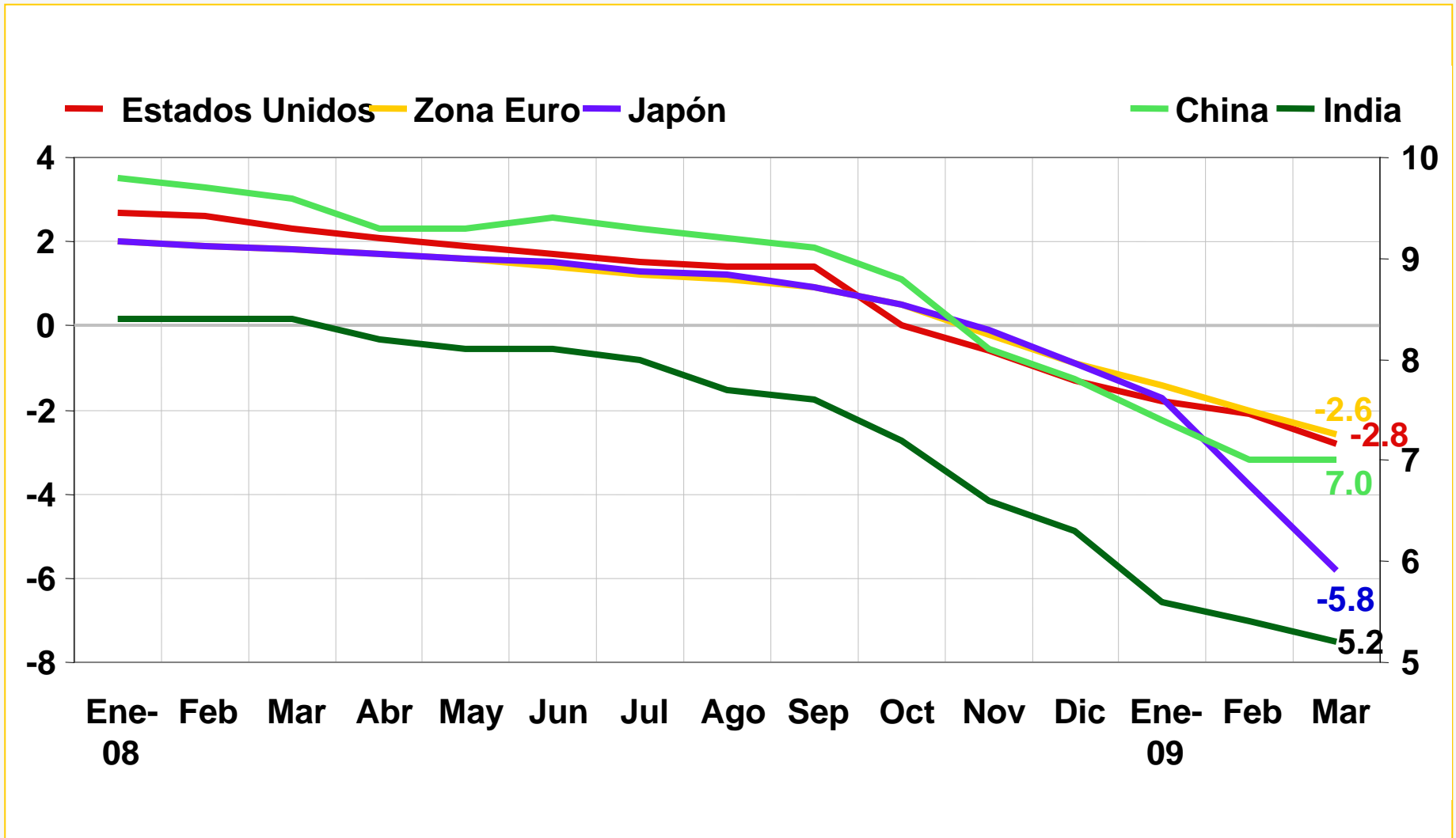
- ✓ Si se logra estabilizar el sistema financiero y disminuir la incertidumbre, la recuperación de la economía mundial se iniciaría a comienzos del 2010 ayudada por varios factores:
  - ✓ Una mejora gradual de los mercados de crédito;
  - ✓ Los efectos expansivos de las políticas monetarias y fiscales de los países industriales;
  - ✓ El efecto en el consumo de las caídas en los precios de los alimentos y del petróleo;
  - ✓ La resiliencia de algunos países emergentes con peso sistémico, especialmente China y la India.

## Perspectivas de Crecimiento Mundial

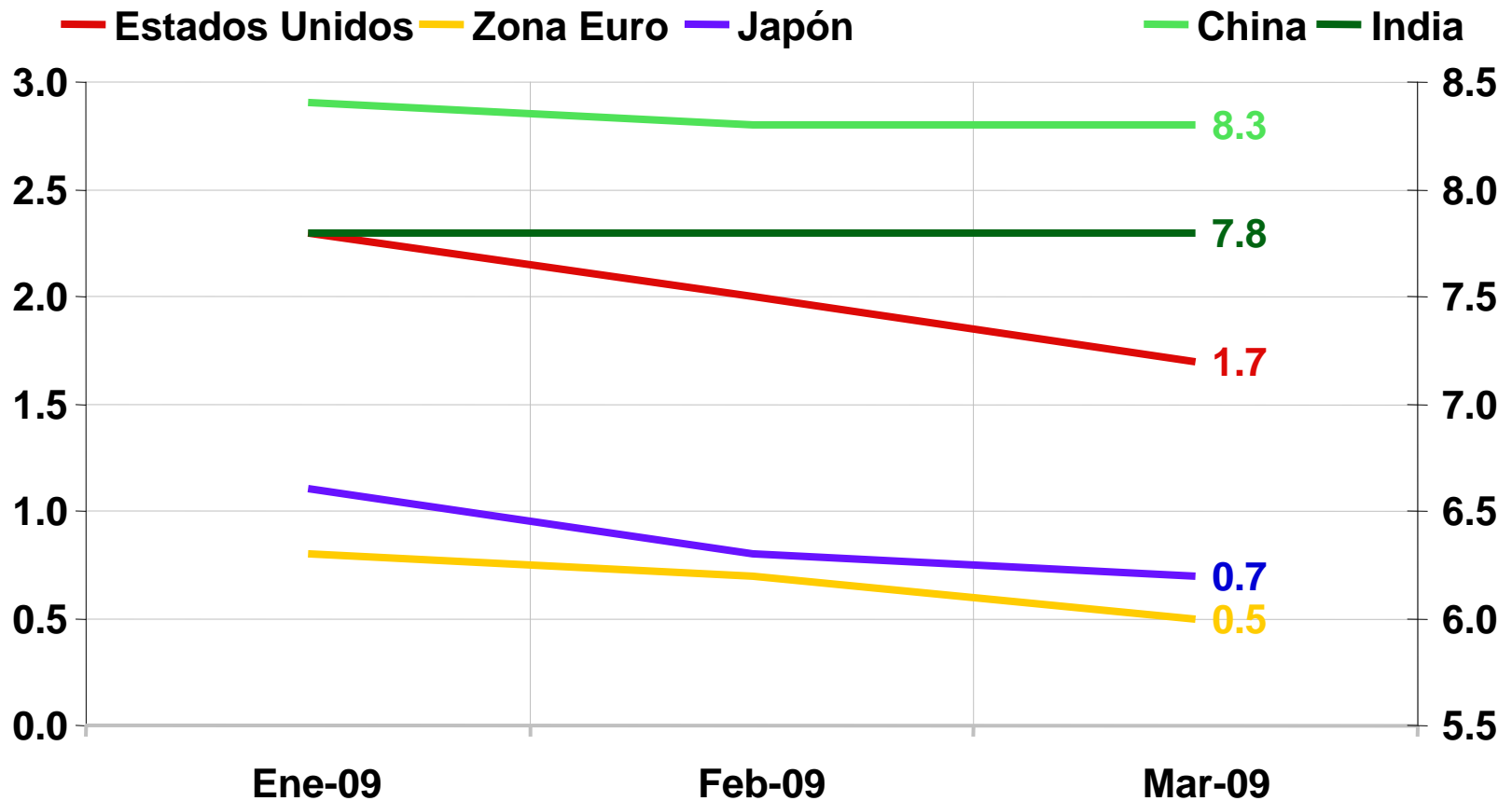
- ✓ En este marco, las proyecciones de crecimiento para el año 2009 se han seguido revisando a la baja en forma pronunciada.
- ✓ Las proyecciones muestran también una recuperación el año 2010.



# Proyecciones de Crecimiento para 2009 (mes y año de la encuesta, variación anual, %)



## Proyecciones de Crecimiento para 2010 (mes y año de la encuesta, variación anual, %)



## Proyecciones del Crecimiento Mundial (variación anual, %)

	2007	2008*	2009		2010	
			FMI	CF	FMI	CF
EE.UU.	2.0	1.1	-1.6 (-0.7)	-2.8	1.6	1.7
Zona Euro	2.6	0.7	-2.0 (-0.5)	-2.6	0.2	0.5
Japón	2.4	-0.7	-2.6 (-0.2)	-5.8	0.6	0.7
Asia Emergente	10.0	6.8	5.5 (7.1)	4.2	6.9	6.9
China	13.0	9.0	6.7 (8.5)	7.0	8.0	8.3
India	9.3	6.4	5.1 (6.3)	5.2	6.5	7.8
América Latina	5.6	4.2	1.1 (2.5)	0.3	3.0	2.6
Mundo (PPC)	5.1	3.3	0.5 (2.2)	0.0	3.0	3.4
Mundo (TCM)	3.8	2.0	-0.6 (1.9)	-1.6	2.1	2.1

\* Estimado

Fuente: Consensus Forecasts, Marzo 2009, Asia Pacific Consensus Forecasts, Marzo 2009, Latin America Consensus Forecasts, Feb. 2009. FMI: WEO Update Enero 28, 2009 y en paréntesis WEO Nov. 6, 2008.

## Perspectivas de la Economía Mundial

- ✓ A pesar de las continuas correcciones, los riesgos para el crecimiento mundial siguen sesgados a la baja y están asociados a:
  - ✓ Un proceso mucho más lento de normalización de los mercados financieros;
  - ✓ Una mayor corrección de los precios de activos, especialmente de las propiedades;
  - ✓ Una menor efectividad de las políticas de estímulo fiscal y monetario;
  - ✓ Una menor resiliencia de los países emergentes de China e India.

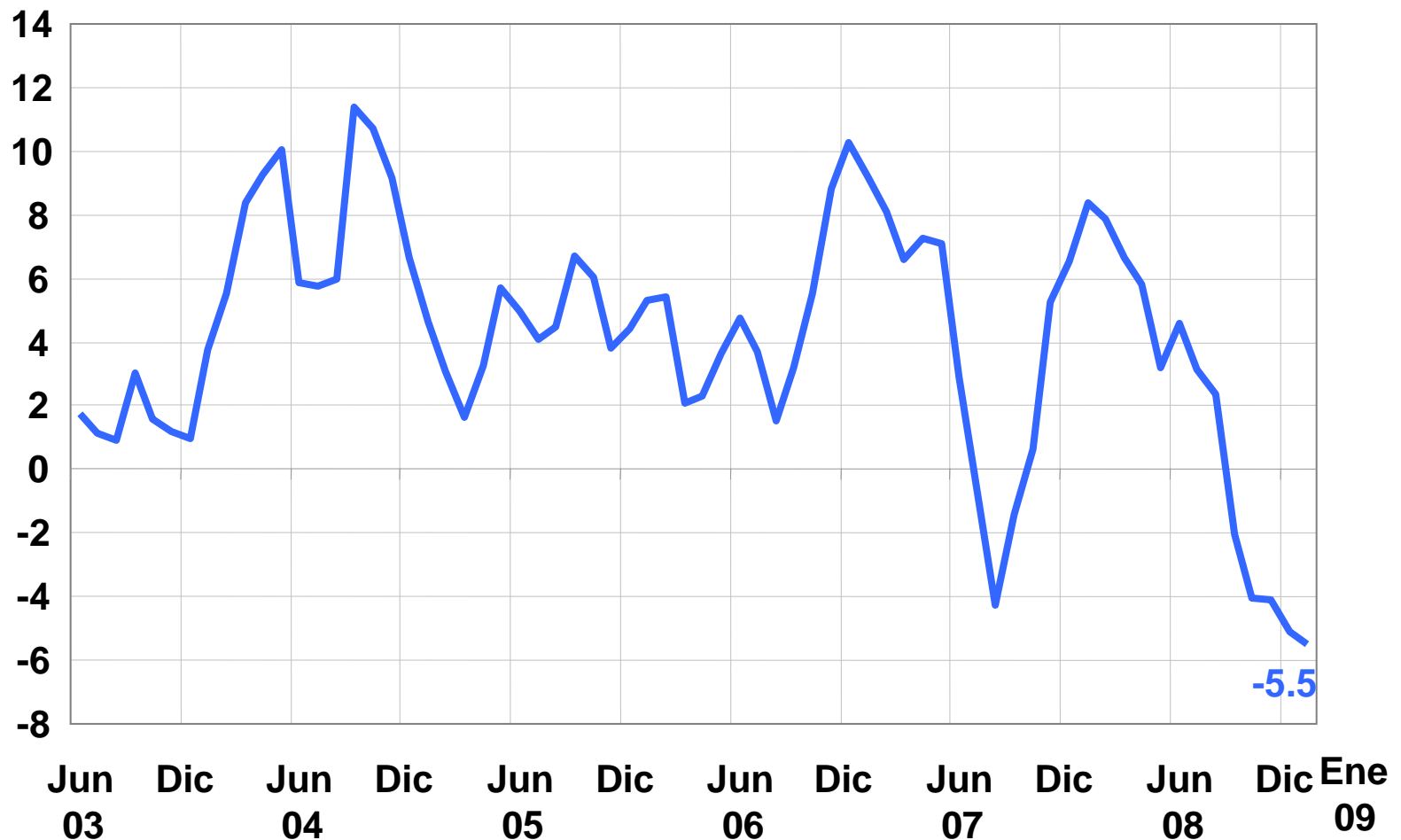


## 5. Perspectivas de la Economía Chilena

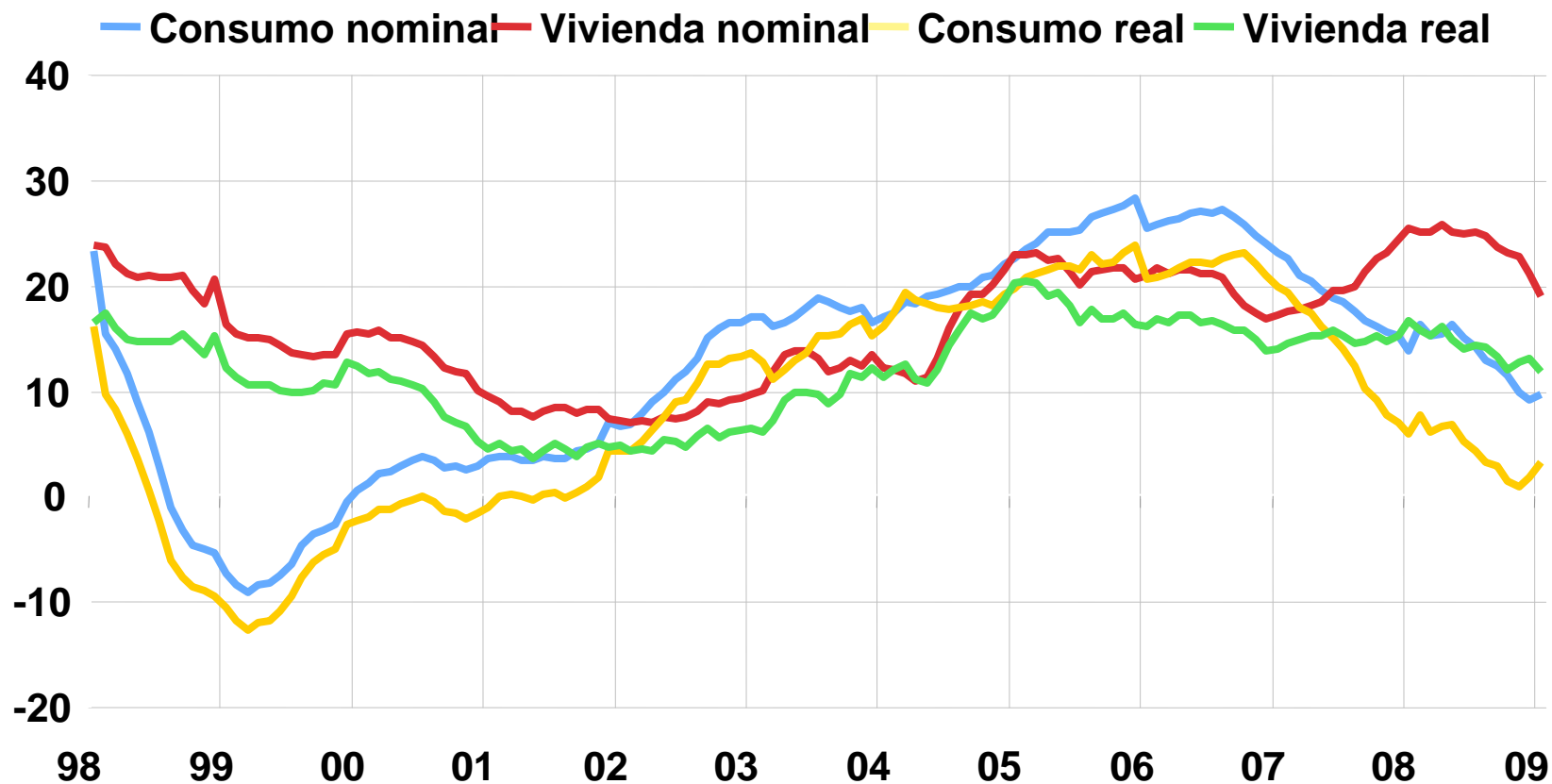
## La Economía se contrajo en el cuarto trimestre

- ✓ La economía chilena se habría contraído a una tasa anualizada en torno al 6% en el cuarto trimestre del año 2008.
  - ✓ El IMACEC desestacionalizado y ajustado por días hábiles del trimestre Octubre/Diciembre cayó un -5,1% anualizado.
- ✓ La desaceleración se puede apreciar en una serie de indicadores sectoriales (minería, industria y comercio).
- ✓ Las colocaciones reales reducen su tasa de crecimiento y las ventas reales y las importaciones de bienes de consumo caen.
- ✓ Cifras de desempleo comienzan a mostrar los efectos de la desaceleración y de las rigideces del mercado laboral.

## Velocidad de Crecimiento del Imacec (tasa de variación de promedios móviles trimestrales, %)



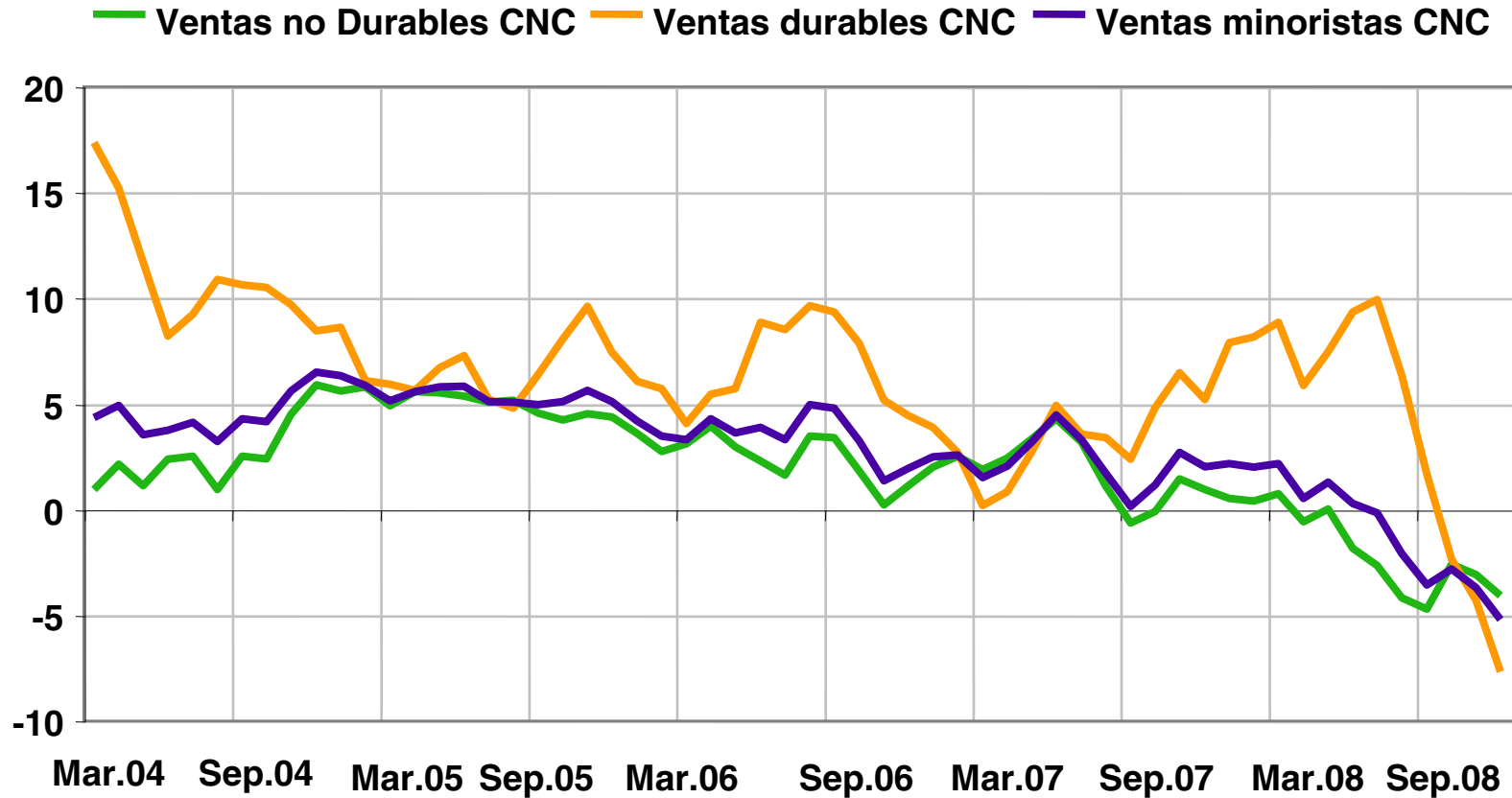
## Colocaciones de personas (Variación anual, %)



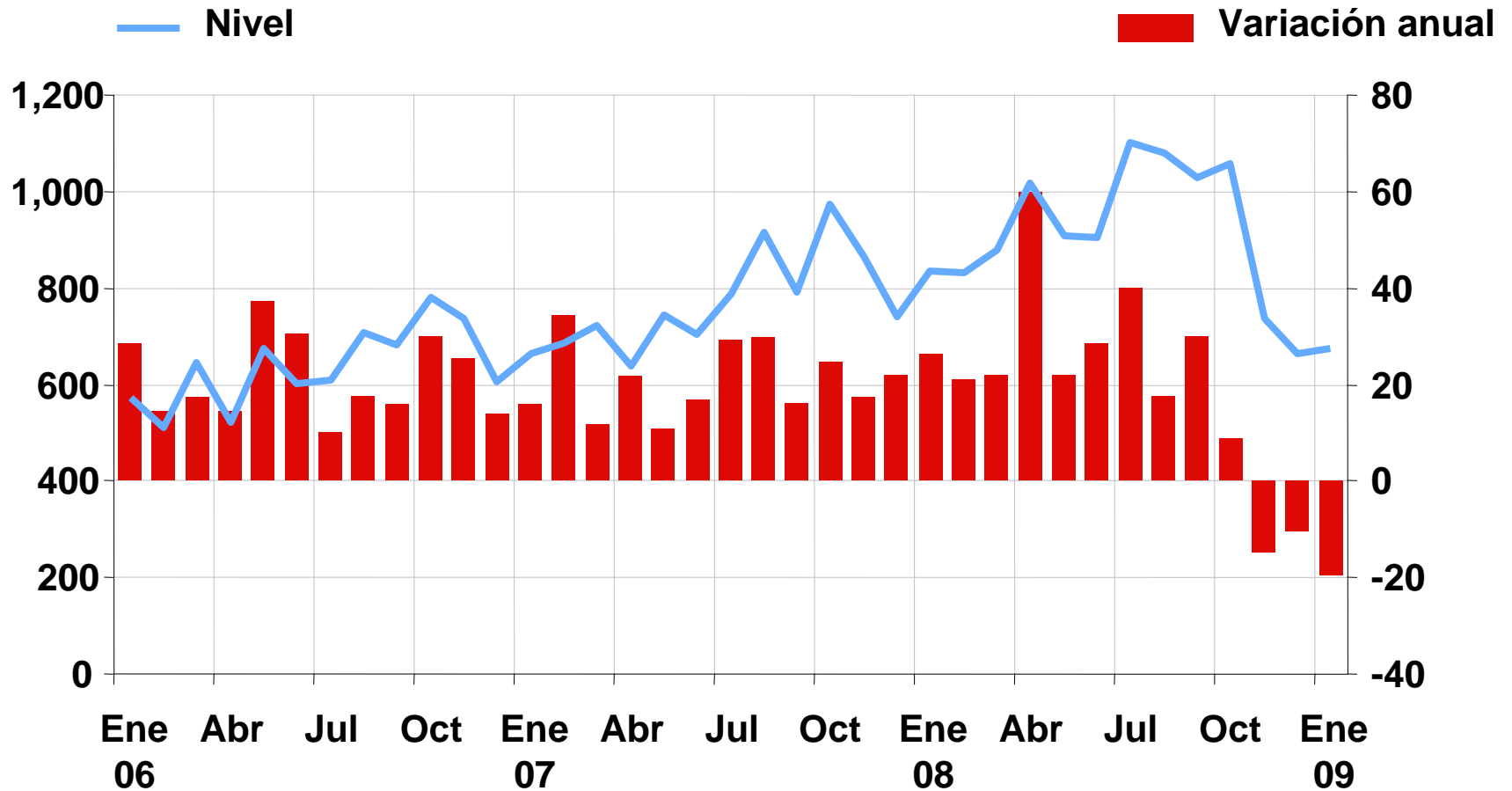
Fuente: Banco Central de Chile.



## Ventas Reales del Comercio Minorista (variación anual del promedio móvil trimestral, %)

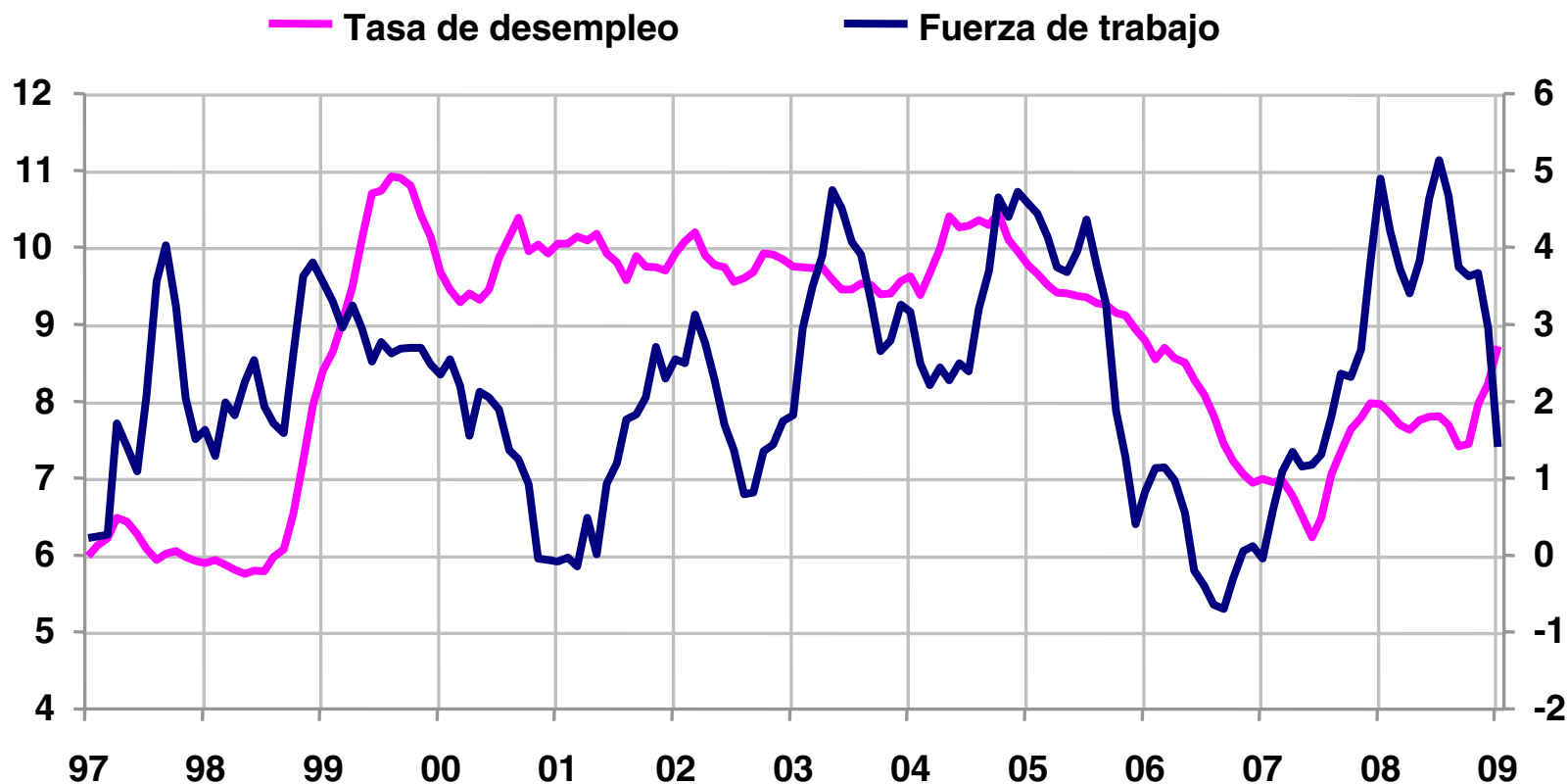


## Importaciones de bienes de consumo (millones de dólares, %)



Fuente: Banco Central de Chile.

## Empleo y tasa de desempleo (variación anual, serie desestacionalizada)

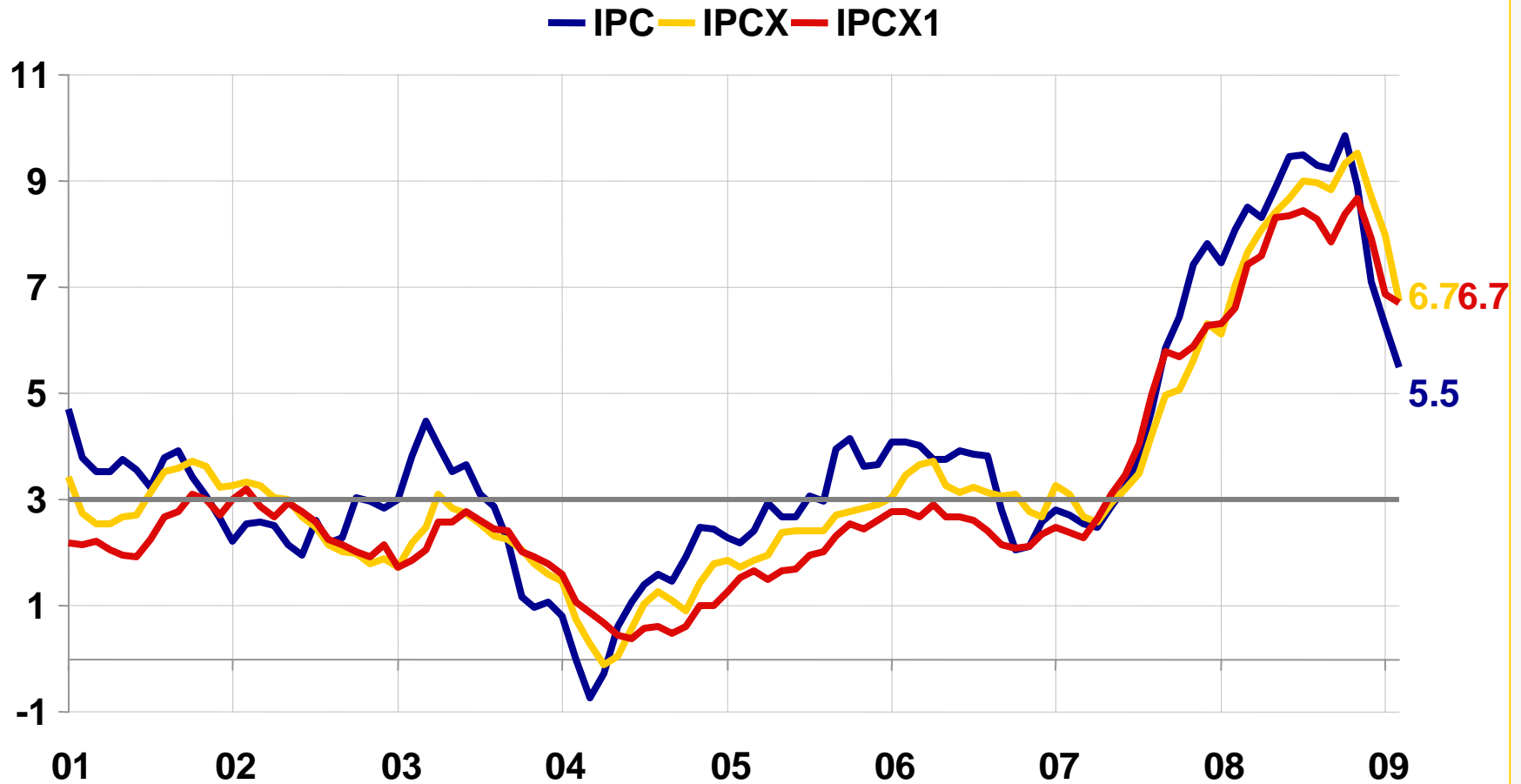


Fuente: INE.

## Inflación cede con fuerza

- ✓ La inflación en 12 meses se reduce abruptamente a partir de diciembre.
  - ✓ No sólo la inflación anual total cayó fuerte sino que también la del IPCX y el IPCX1.
- ✓ En particular, la inflación que excluye a todos los alimentos y a los combustibles se redujo a un 5,8% anual.
- ✓ La inflación anual continuará su descenso en los próximos meses afectada por la caída en los precios internacionales de alimentos y del petróleo, y las mayores holguras de capacidad.

# Inflación (variación anual, %)



Fuente: Instituto Nacional de Estadísticas.

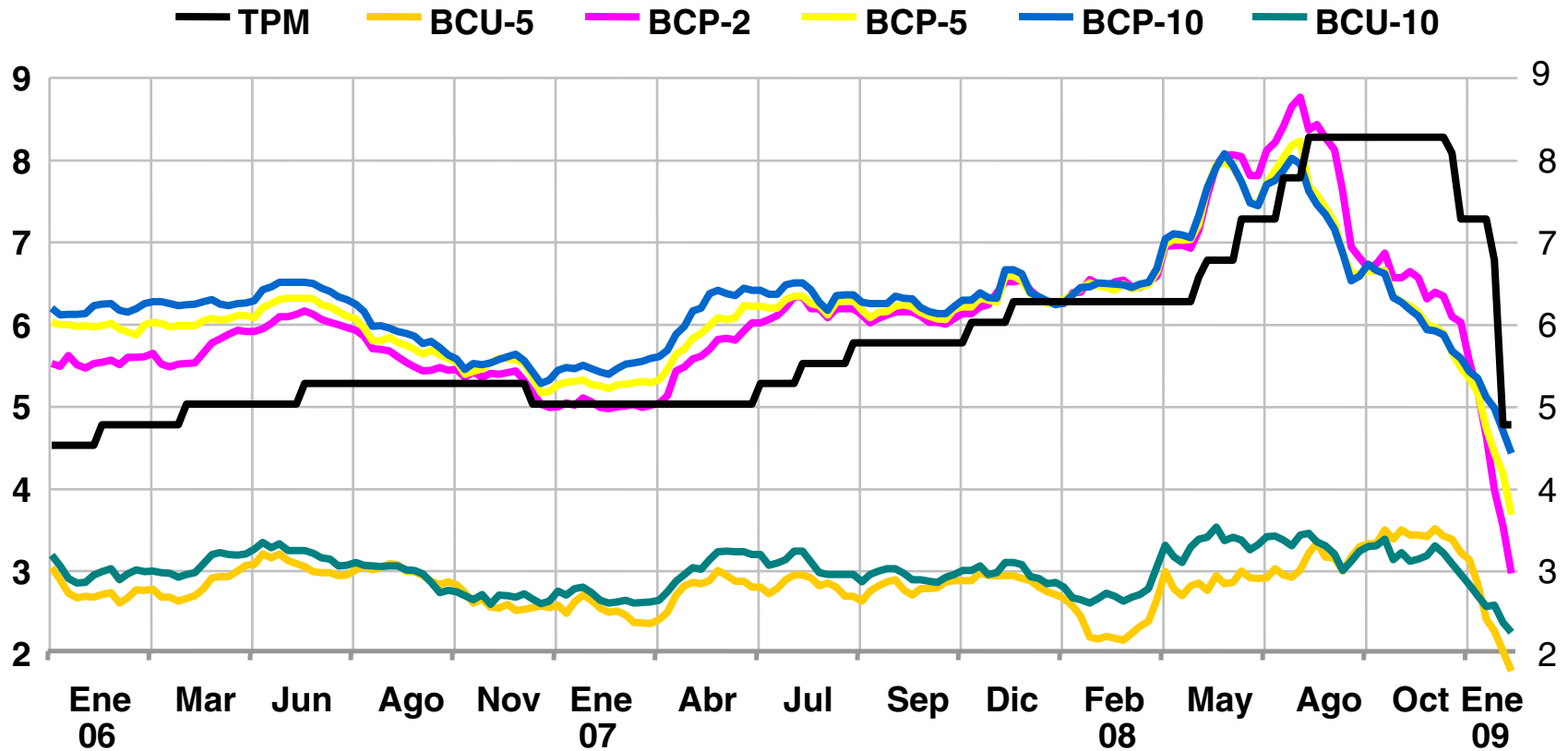
## Mercado también espera una baja en la inflación

- ✓ Las expectativas de inflación de las encuestas de expectativas del BCCh y las implícitas en los contratos financieros anticipan una baja abrupta en la inflación.
- ✓ Tasas de interés nominales de Bonos del BCCh bajan en anticipo a las menores TPMs y a las menores tasas de inflación anual.

# Expectativas de Inflación (%)



# TPM y Tasas de Interés del BCCh (promedios semanales, %)



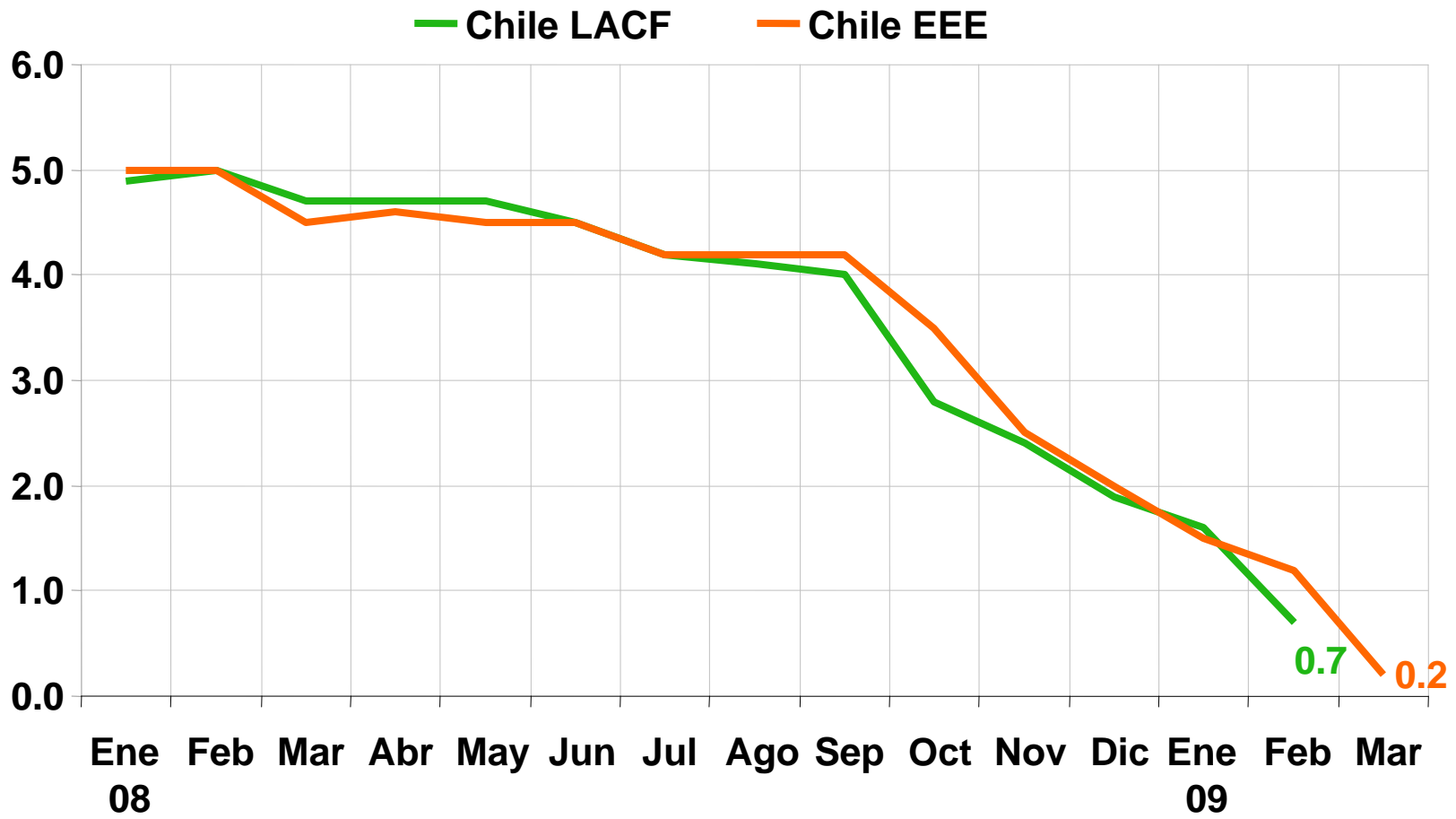
Fuente: Banco Central de Chile.



## Perspectivas de la Economía Chilena

- ✓ Las distintas proyecciones privadas de crecimiento para el 2009 se siguen ajustando a la baja y son ahora levemente positivas.
- ✓ Las proyecciones de crecimiento para el del 2010 están en torno al 3,0%.

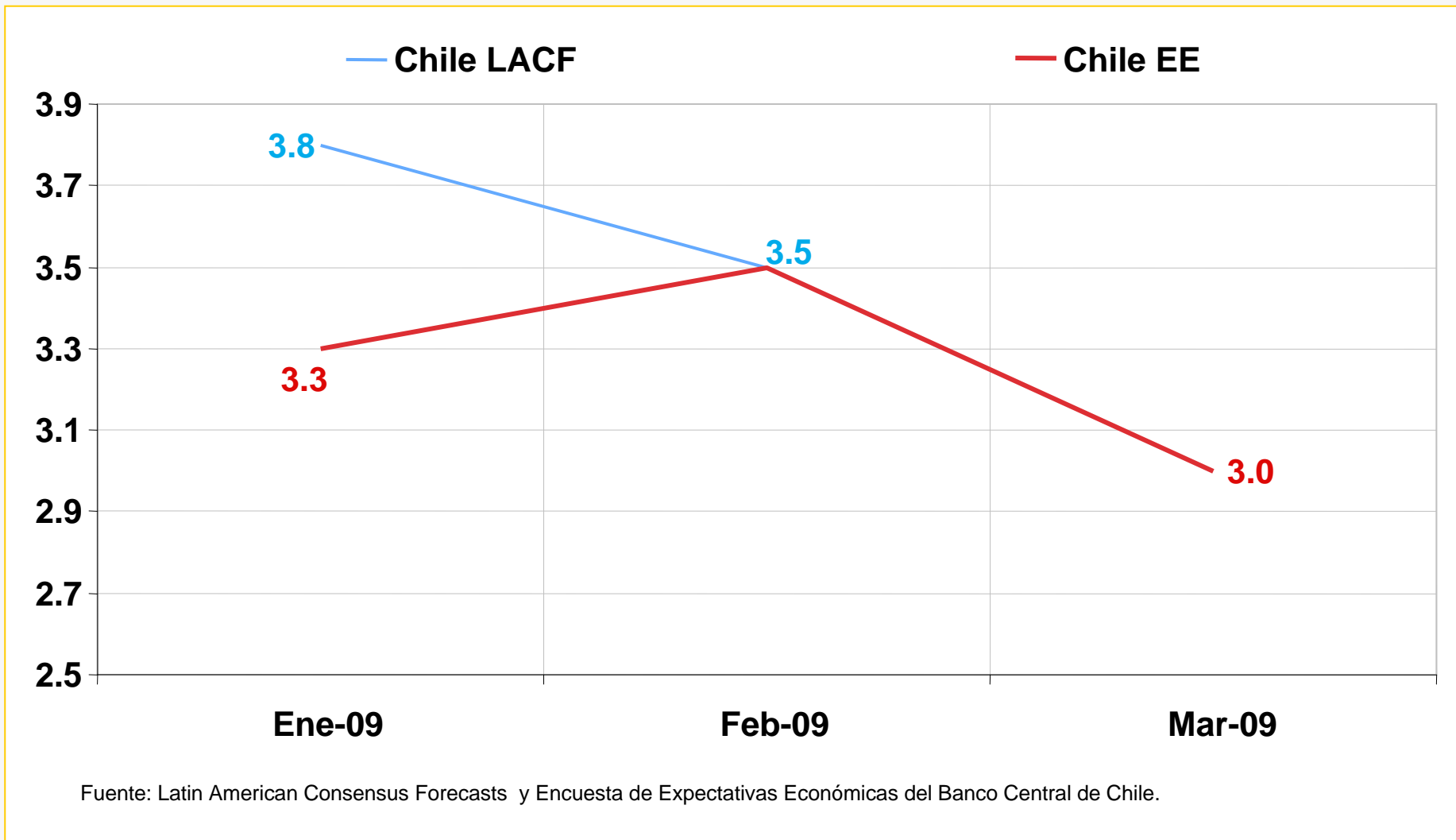
## Proyecciones de Crecimiento para 2009 (mes y año de la encuesta, variación anual, %)



LACF: Latin American Consensus Forecasts ; EEE: Encuesta de Expectativas Económicas del Banco Central

Fuente: Latin American Consensus Forecasts y Banco Central de Chile.

## Proyecciones de Crecimiento para 2010 (mes y año de la encuesta, variación anual, %)



## Perspectivas de la Economía Chilena

- ✓ Las políticas macro expansivas (monetaria y fiscal) van a amortiguar la caída en el crecimiento del año 2009 pero igual lo más probable es que tengamos un crecimiento negativo.
  - ✓ El 2009 el crecimiento del PIB estaría en el rango de -1.5 a 0.5% y la inflación dic-dic terminaría bajo el 2,5%.
- ✓ Cualquier programa de estímulo fiscal adicional debiera concentrarse en proteger a los desempleados y a los grupos más pobres de la población.

## Chile: Variables Macroeconómicas (variación porcentual anual, %)

	2007	2008			2009			
		BC	CF	EIU	BC	CF	EIU	EEE
<b>PIB</b>	5.1	3.5	3.4	3.4	2.0-3.0	0.7 (-0.5-1.6)	0.4	0.2 (-1.0-0.7)
<b>Con. privado</b>	7.7	5.0*	5.1	3.9	2.5*	1.3	-0.2	-
<b>FBKF</b>	11.9	19.9	19.9	20.6	-4.5	-4.3	-14.4	-
<b>Bce. Sector Púb.</b>	8.7	nd	5.7	5.3	-	-3.9	-3.5	-
<b>Tipo Cambio (fp)</b>	495.8	-	629.1	629.1	-	621.2**	663.8	630*** (570-650)
<b>Inflación (dic-dic)</b>	7.8	7.1	7.1	7.1	3.1	2.9 (1.7-4.5)	3.3	3.9 (3.2-4.6)

Latin American Consensus Forecasts (Feb, 2009) rango en paréntesis; Banco Central de Chile (Enero, 2009);

EEE: Encuesta de Expectativas Económicas BCCH (Marzo, 2009), deciles 1 y 9 en paréntesis; EIU: Economist Intelligence Unit, Marzo, 2009.

\*Se refiere al consumo total, \*\*Corresponde a fin de Febrero del año siguiente, \*\*\*Corresponde a fin de Febrero del año siguiente.